



**COMILLAS**

UNIVERSIDAD PONTIFICIA



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ICADE

# **MODA DE LUJO: ESTRATEGIAS ESG Y SU IMPACTO EN LA CALIDAD CREDITICIA DE LAS COMPAÑÍAS**

Autor: Andrea Soriano Fernández

Director: Raúl González Fabre

MADRID | Marzo 2024

## Resumen

La política en materia social, ambiental y de gobernanza juega un papel crucial en la industria de la moda de lujo hoy en día, afectando al riesgo crediticio de las empresas del sector. Una industria que está bajo una demanda en continua evolución, como es la de la moda de lujo, tiene que estar a la vanguardia en las corrientes sociales. Por ello, una correcta integración de las políticas de ESG en la estrategia de una compañía no solo brinda oportunidades de negocio, sino que repercute positivamente en la posición financiera. Como consecuencia, las agencias de calificación crediticia han incluido la consideración de aspectos ESG dentro de sus calificaciones, junto con el análisis del *score card*.

El propósito de este estudio es obtener un conocimiento profundo de la moda de lujo en relación con aspectos sociales, ambientales y de gobernanza, cómo se evalúan, y qué impacto tienen en las calificaciones crediticias. Para la realización de este trabajo, se utilizará una revisión exhaustiva de la literatura y la metodología a través del caso práctico de la marca de lujo Hermès.

Los resultados de este análisis muestran que, la estrategia en materia social, ambiental y de gobernanza por parte de las empresas de la moda de lujo tiene un impacto directo en la calificación crediticia de las mismas hoy en día.

Palabras claves: moda de lujo, factores ESG, calificación crediticia, *score card*

## **Abstract**

Nowadays the policy regarding social, environmental, and governance issues plays a crucial role in the luxury fashion industry, affecting the credit risk of sector companies. An industry like luxury fashion, which is subject to a constant evolving demand, must be at the forefront of social trends. Therefore, the proper integration of ESG policies into a company's strategy not only provides business opportunities, but also impacts its financial position in a positive way. Consequently, credit rating agencies have included ESG considerations in their ratings alongside the score card analysis.

The purpose of this study is to gain a deep understanding of luxury fashion concerning social, environmental, and governance aspects, how they are evaluated, and their impact on credit ratings. For this research, a comprehensive literature review and methodology will be employed, through the practical case of the luxury brand Hermès.

The results of this analysis demonstrate that the social, environmental, and governance strategy of luxury fashion companies directly impacts their credit ratings nowadays.

Keywords: luxury fashion, ESG factors, credit rating, score card

# Índice general

1. Introducción .....	3
1.1. Contexto Actual .....	3
1.2. Alcance del trabajo: objetivos generales y específicos .....	4
1.3. Metodología .....	5
1.4. Desarrollo de la investigación .....	6
2. La industria de la moda de lujo .....	7
3. La sostenibilidad en la actualidad .....	9
3.1. Los criterios ESG en las empresas de la moda de lujo .....	11
4. Calidad crediticia de las empresas y sus criterios de evaluación .....	13
4.1. La importancia de la calidad crediticia para una empresa .....	13
4.2. Factores que determinan la calidad crediticia de una empresa .....	16
4.3. Criterios de evaluación y métricas para calificar una empresa en la industria de la moda .....	19
5. Hermès: simulación crediticia e impacto de sus estrategias ESG .....	29
5.1. Visión general del Grupo .....	29
5.2. Simulación crediticia (score card) .....	32
5.3. Consideraciones ESG en la simulación crediticia de Hermès .....	43
6. Conclusiones .....	48
7. Bibliografía .....	51

## Índice de figuras, gráficos y tablas

Figura 1: Objetivos de Desarrollo Sostenible.....	10
Figura 2: Visión general de Hermès .....	30
Figura 3: Estrategia RSC de Hermès.....	31
Gráfico 1: Evolución de los márgenes por segmento en la industria de la moda.....	8
Tabla 1: Matriz de calificación crediticia según diferentes agencias. ....	14
Tabla 2: Factores clave de la calificación de las empresas.....	16
Tabla 3: Moody's rating para analizar empresas de la industria textil .....	20
Tabla 4: Tabla de puntuaciones para cada categoría de calificación .....	20
Tabla 5: Desglose del score card por ingresos.....	21
Tabla 6: Desglose del score card por características del mercado.....	22
Tabla 7: Desglose del score card por posición en el mercado .....	23
Tabla 8: Desglose del score card por estabilidad de ingresos y beneficios .....	24
Tabla 9: Desglose del score card por Deuda / EBITDA.....	25
Tabla 10: Desglose del score card por RCF / Deuda neta .....	25
Tabla 11: Desglose del score card por (EBITDA – CapEx) / Gasto de intereses.....	26
Tabla 12: Desglose del score card por política financiera .....	27
Tabla 13: Evolución de los ingresos de Hermès.....	32
Tabla 14: Evolución de los ingresos de Hermès II .....	33
Tabla 15: Evolución de los ingresos del peer group y Hermès .....	38
Tabla 16: Evolución del margen EBITDA del peer group y Hermès .....	38
Tabla 17: Evolución del EBT del peer group y Hermès.....	39
Tabla 18: Evolución de la Deuda y EBITDA de Hermès .....	40
Tabla 19: Evolución del ratio Deuda / EBITDA de Hermès .....	40
Tabla 20: Evolución de RCF y Deuda neta de Hermès .....	40
Tabla 21: Evolución del ratio RCF y Deuda neta de Hermès.....	41
Tabla 22: Evolución del EBITDA, CapEx y Gasto de intereses de Hermès.....	41
Tabla 23: Evolución del ratio [EBITDA - CapEx] / Gasto de intereses de Hermès.....	41
Tabla 24: Evolución de los ratios de liquidez de Hermès.....	42
Tabla 25: Puntuación numérica agregada y resultado indicado del score card de Hermès .....	43

## Principales abreviaturas

*#E* Estimación

*\$* Dólares Americanos

*(x)*. Veces

*€* Euro

*BME* Bolsas y Mercados Españoles

*Bn* Billones americanos

*c.* Alrededor / aproximado

*CapEx* Capital Expenditure

*CRM* Customer Relationship Management

*D&A* Depreciation and Amortization

*DAFO* Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades

*E.E.U.U.* Estados Unidos de América

*EBIT* Earnings Before Interest and Taxes

*EBITA* Earnings Before Interest, Taxes and Amortization

*EBITDA* Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

*EBT* Earnings Before Taxes

*ESG* Environmental Social Governance

*Fitch* Fitch Ratings

*I+D* Investigación y Desarrollo

*K* Miles

*LVMH* Louis Vuitton & Moët Hennessy

*M* Millones

*M&A* Mergers & Acquisitions

*Moody's* Moody's Investors Service

*N.m* Non Meaningful

*ODS* Objetivos de Desarrollo Sostenible

*ONU* Organización de las Naciones Unidas

*PIB* Producto Interior Bruto

*RAE* Real Academia de la Lengua Española

*RCF* Retained Cash Flow

*RSC* Responsabilidad Social Corporativa

*S&P* Standard & Poors

*TCAC* Tasa de Crecimiento Anual Compuesto

# 1. Introducción

## 1.1. Contexto Actual

La industria de la moda se destaca como una de las más contaminantes del mundo, ya que representa el 10% de las emisiones totales de carbono en la atmósfera (Parlamento Europeo, 2020), contribuyendo significativamente a la contaminación por gases de efecto invernadero. Este porcentaje es mayor que la contaminación producida por los vuelos internacionales y transporte marítimo combinados. De hecho, el consumo de la industria en 2020 de la Unión Europea contribuyó a esta contaminación por gases de efecto invernadero en 121 millones de toneladas de CO<sub>2</sub> (Parlamento Europeo, 2020). Específicamente, la moda de lujo, con un valor aproximado de 130 mil millones de USD compuesta por las marcas más relevantes e influyentes del sector de la moda como Hermès, LVMH, Richemont o Kering, y constituyendo la cuarta fuente de ingresos más grande en Francia y una de las más relevantes en Italia, España, Estados Unidos, China e India (Okonkwo, 2016), ha experimentado un crecimiento constante en los últimos años, obteniendo beneficios y márgenes superiores a otros segmentos que operan en el sector de la moda. Por ello, el sector del lujo, al ser un determinante en la industria de la moda debe actuar en beneficio de todos sus grupos de interés y del planeta, mitigando el impacto de todas sus actividades.

A pesar de ser una industria contaminante y perjudicial para el mantenimiento de un planeta sostenible, la moda ha fomentado en los últimos años unos valores sostenibles que las empresas que operan en esta industria deben incorporar en sus modelos de negocio. En este caso, la moda de lujo ha centrado su atención en incorporar estrategias sostenibles para poder mantener su relevancia en el mercado de la moda, continuar creciendo y explotando su potencial económico, cumpliendo a la vez con las regulaciones internacionales impuestas para la protección del medioambiente y de la sociedad (McKinsey & Company and The Business of Fashion, 2023).

Este enfoque promueve los valores de la sociedad, el compromiso con el medioambiente y la sostenibilidad, basándose en la implementación de políticas de *Environmental Social Governance* (ESG en adelante). Estas medidas buscan hacer hueco a las empresas en el mercado altamente competitivo en el que operan, alineándose con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS en adelante) de las Naciones Unidas.

Todas estas empresas en el sector de la moda de lujo hayan implementado o no políticas medioambientales, sociales y de gobernanza en sus planes estratégicos, reciben una calificación a través de agencias especializadas en riesgo de crédito como son Standard & Poors (S&P en adelante), Moody's Investors Service (Moody's en adelante) o Fitch Ratings. Estas calificaciones, dan una opinión acerca de la capacidad puntual de pago de las empresas, en este caso de moda, e incrementan o disminuyen su capacidad de atraer inversores. Influyen no sólo en la percepción del riesgo, sino también en los costes que se asociarán a los nuevos créditos de las empresas tras la calificación.

El presente Trabajo de Fin de Grado pretende estudiar las estrategias, riesgos y desafíos medioambientales, sociales y de gobernanza a los que se enfrentan las empresas de la moda de lujo, y cómo estas decisiones afectan a su calidad crediticia.

## **1.2. Alcance del trabajo: objetivos generales y específicos**

Teniendo en cuenta lo mencionado previamente, el objetivo principal de este trabajo de fin de grado es analizar el impacto de las estrategias de las empresas de la moda de lujo respecto a los desafíos sociales, ambientales y de gobernanza sobre la calidad crediticia de las mismas.

Por otro lado, los objetivos secundarios de este trabajo de fin de grado son:

1. Contextualizar y describir el potencial de la industria de la moda de lujo.
2. Comprender la importancia de la sostenibilidad en la actualidad y el papel de las empresas en contribuir al desarrollo sostenible.
3. Analizar los criterios ESG pertinentes a la industria de la moda de lujo.
4. Estudiar la importancia del mantenimiento de una buena calificación crediticia por parte de las empresas en el mercado, analizando las métricas y factores utilizados por las agencias de calificación crediticia.
5. Realizar un ejercicio práctico sobre el riesgo crediticio de la compañía Hermès utilizando métricas financieras y estratégicas, así como analizando el impacto de los factores ESG en su calificación final.

### 1.3. Metodología

Para la realización de este Trabajo de Fin de Grado llevaré a cabo una metodología para obtener un resultado acorde, y lo más objetivo posible, de la situación actual del mercado de la industria de la moda de lujo y su entorno, así como la calificación crediticia del sector. Todo ello bajo el enfoque de los principales criterios ESG.

A continuación, se detalla la metodología a utilizar en el trabajo:

- Revisión de literatura: se llevará a cabo una revisión amplia y detallada de diferentes informes del sector de la moda de lujo, elaborados por instituciones de reconocido prestigio como McKinsey o The Business of Fashion, así como diversos artículos académicos, comprendiendo los principios de ESG. Adicionalmente, se revisarán informes publicados por las principales agencias de calificación crediticia e instituciones financieras de carácter académico como Moody's y el *CFA Institute*.
- Análisis del entorno: se realizará un análisis del entorno actual de la industria de la moda de lujo enfocado a las estrategias ESG que están aplicando las principales empresas de la industria, atendiendo a las diferentes políticas e iniciativas ESG llevadas a cabo. Además, se profundizará en el análisis crediticio de la industria por parte de las agencias.
- Estudio del riesgo crediticio del grupo Hermès, analizando diferentes verticales:
  - Financiero: se analizarán los estados financieros, con especial atención a los ratios de endeudamiento, y las tendencias históricas y futuras (éstas últimas, acorde al juicio de bancos de inversión, como UBS). Así mismo, se evaluará la capacidad financiera actual, en materia de apalancamiento, de la Compañía.
  - Estratégico y comercial: se llevará a cabo un análisis del rendimiento / desempeño “extra-financiero” de la Compañía, atendiendo al estudio del mercado de la industria, la cadena de valor de la Compañía, las estrategias de producto y ESG, entre otros, así como elaborando un análisis DAFO.

- ESG: se hará un análisis de los factores en materia de políticas de ESG, basándome en los informes de analistas de bancos de inversión y de la estrategia ESG del Grupo.
- Evaluación y conclusiones: se evaluará el resultado de la metodología de investigación en base a los resultados del análisis elaborado, para proporcionar una conclusión fundamentada sobre las políticas de ESG en la calificación crediticia en la industria.

#### **1.4. Desarrollo de la investigación**

Este Trabajo de Fin de Grado se estructura en seis capítulos. El primer capítulo corresponde a esta introducción, dando pie al segundo capítulo, donde se realizará una revisión detallada de la literatura, dirigida al entendimiento de la industria de la moda de lujo y su potencial económico. El capítulo 3 que se centrará en la transición hacia el desarrollo sostenible, poniendo foco en el papel fundamental de las empresas, y analizando los criterios ESG más importantes en la industria de la moda. En el capítulo 4 se analizarán y estudiarán las métricas y criterios necesarios para realizar una calificación crediticia, a partir de artículos publicados por las agencias de calificación crediticia más relevantes en el mercado. Este análisis sentará las bases del capítulo 5, dónde se realizará una simulación de calificación crediticia de la segunda empresa líder en el sector de la moda de lujo, Hermès; reflejando el impacto que tienen sus estrategias ESG en su *rating* final, para posteriormente sacar las conclusiones y limitaciones del análisis realizado en el capítulo 6.

## 2. La industria de la moda de lujo

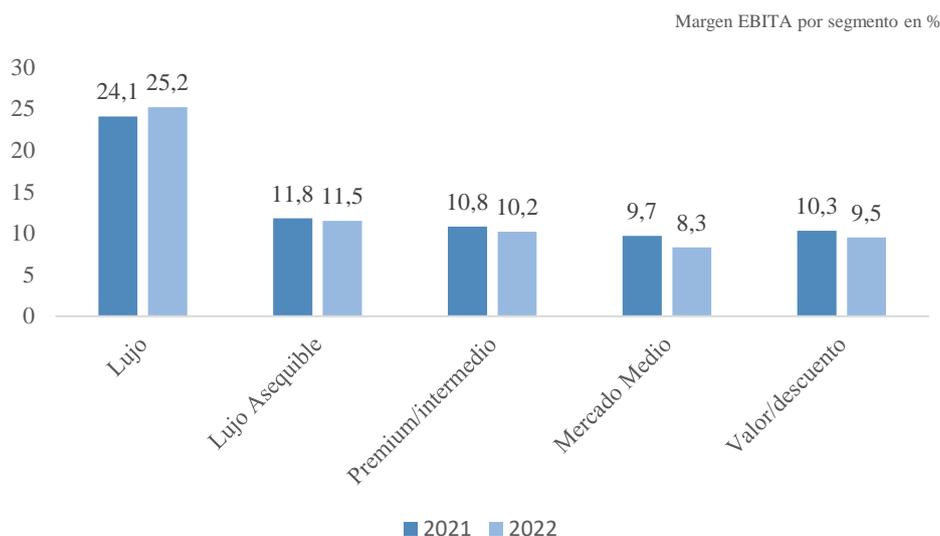
El lujo siempre ha estado ligado con el poder, la superioridad, la calidad, el empoderamiento y el dinero. Según la Real Academia de la Lengua Española (RAE, 2024), la palabra lujo significa “elevada categoría, excelencia o exquisitez que posee algo por la calidad de las materias primas empleadas en su fabricación, sus altas prestaciones o servicios” o también “abundancia en el adorno o en comodidades y objetos suntuosos”. El concepto del lujo ha evolucionado a lo largo de los años con la sociedad y sus necesidades, no habiendo una única definición que permita englobar todo su significado – que puede ser diferente dependiendo del contexto, cultura, tiempo y persona. Por otro lado, este término tiende en ciertas situaciones a tener una connotación negativa, ligada a la exageración o descontrol (Cabigiosu, 2020).

El ser humano tiene una naturaleza dual; a lo largo de la historia ha tendido a diferenciarse del resto y a formar parte de un grupo al mismo tiempo. En este contexto, la moda de lujo ha sido una vía para alcanzar este objetivo, permitiendo la diferenciación de las clases sociales y el reflejo de la identidad y estilo de vida de los individuos (Apple et al., 2018).

La importancia de la moda en nuestra sociedad no se debe subestimar; no sólo por su poder e influencia en los estilos de las personas, si no por su potencial económico. No es de extrañar que el Índice Global de Moda de McKinsey posicione a la moda de lujo como uno de los segmentos que ha experimentado un mayor crecimiento. En concreto, el lujo ha crecido un 36% en un entorno de desafíos económicos e inflación creciente. Gracias a las estrategias de las empresas líderes en el lujo y a la capacidad de gasto de las clases con más poder económico, este segmento lidera la contribución al beneficio económico de la industria de la moda (McKinsey & Company and The Business of Fashion, 2023).

En este contexto, cabe destacar que la moda de lujo en los últimos años ha experimentado un crecimiento tanto en ingresos como en márgenes, mientras que otros segmentos han experimentado un ligero decrecimiento o se han mantenido constantes. En concreto, logró en 2022 un EBITA (*Earnings Before Interest, Taxes and Amortization*) 5 puntos porcentuales más alto que el promedio anterior a la pandemia y 1 punto porcentual más alto que en el año 2021, llegando a un 25,2%. Este incremento se debe en gran parte al aumento de los ingresos en un 18%, impulsados a su vez por los aumentos de los precios (McKinsey & Company and The Business of Fashion, 2023).

### Gráfico 1: Evolución de los márgenes por segmento en la industria de la moda



Fuente: Elaboración propia con datos de McKinsey & Company and The Business of Fashion (2023)

Las empresas que lideran el sector de la moda de lujo, constituyendo el motor del beneficio del sector, son: LVMH, Hermès, Richemont y Kering. Estas cuatro empresas representaron el 98% del beneficio operativo de la moda de lujo según el Índice de McKinsey mencionado previamente.

Por otro lado, en línea con la capacidad de crecimiento de las empresas que operan en este mercado y su visión a largo plazo, un 12% de los ejecutivos afirman que la sostenibilidad será una prioridad en sus agendas de 2024 para seguir adquiriendo ventajas competitivas y atraer a inversores y clientes. Encontrar el equilibrio entre la integración de la sostenibilidad y regulaciones medioambientales en sus modelos de negocio y el mantenimiento de sus beneficios y posición en el mercado, será uno de los mayores retos para las empresas en el sector de la moda durante este año (McKinsey & Company and The Business of Fashion, 2023).

Además, la industria textil, componente integral en la industria de la moda, es la causante de un 10% de las emisiones de gases de efecto invernadero, y de un 20% de la contaminación mundial del agua potable, debido en gran parte a los tintes y materiales que emplean para su fabricación (Parlamento Europeo, 2020). Por ello, las firmas deben actuar para frenar su impacto medioambiental y social a la vez que continúan creciendo económicamente.

### **3. La sostenibilidad en la actualidad**

La sostenibilidad es uno de los temas más debatidos en la actualidad debido a la constante preocupación por la degradación del medioambiente, el agotamiento de los recursos naturales para abastecer las necesidades humanas, el desequilibrio social y el cambio climático. Los medios de comunicación a diario hacen referencia al problema y especialmente a la dificultad a la que se enfrentan las empresas de combinar el desarrollo económico de sus actividades con la conservación de nuestro planeta (López, 2020).

Son las acciones del ser humano las que han alterado el equilibrio del medioambiente y la sociedad a lo largo de los años, ocasionando daños difíciles de reparar que superan la capacidad regenerativa de la Tierra. Como respuesta ante esta situación, nace el concepto de desarrollo sostenible en el Informe de Brundtland en 1987, que busca resolver los problemas actuales, satisfaciendo las necesidades de las generaciones presentes sin comprometer las capacidades de las generaciones futuras (Aguado Puig, 2018). Es necesario actuar buscando soluciones que ejerzan un equilibrio entre el crecimiento económico y el bienestar social y medioambiental.

Por otro lado, el desequilibrio social y ambiental actual se ha visto acentuado por el constante crecimiento de la población, que es tres veces mayor que la que había a mediados del siglo XX. En concreto, a mediados de noviembre de 2022 la población mundial alcanzó los 8.000 millones de personas y se estima que en 2050 alcance los 9.700 millones (Naciones Unidas, s.f.).

En este sentido, la comunidad internacional ha actuado a lo largo de los años, estableciendo planes de acción y políticas que guían los principios que deben seguir los países, las personas y las empresas. En concreto, en septiembre de 2015 la Organización de las Naciones Unidas (ONU en adelante) aprobó en su 70º Asamblea General, la Agenda 2030, que cuenta con 17 ODS a los que el mundo debe aspirar para erradicar la pobreza y equilibrar el ámbito social, ambiental y económico. Desde la igualdad de género, a la acción por el clima o la producción y consumo responsables, estos objetivos constituyen un punto de referencia ambicioso hasta el año 2030 (Gil, 2018).

**Figura 1: Objetivos de Desarrollo Sostenible**



Fuente: Naciones Unidas (2015)

Otro concepto que ha ido adquiriendo mayor importancia a lo largo de los años, ha sido la Responsabilidad Social Corporativa (RSC en adelante) que describe las decisiones voluntarias que adoptan las empresas para contribuir al medioambiente y a una sociedad mejor. Establece un equilibrio entre su desarrollo y prosperidad económica y su contribución a los aspectos sociales, medioambientales y de gobernanza, afianzando su posición en el mercado y adquiriendo una ventaja competitiva (García & Llorente, 2009).

La sensibilización hacia el desarrollo sostenible y la necesidad de un cambio en el estilo de vida de las personas, los países, las industrias y las empresas es un tema cada vez más relevante y necesario para la conservación de nuestro planeta y el bienestar de la sociedad. En este contexto, es necesario que las firmas actúen y establezcan planes de responsabilidad ambiental, social y de buen gobierno, implementando criterios ESG.

### **3.1. Los criterios ESG en las empresas de la moda de lujo**

La consideración de factores ambientales, sociales y de gobernanza se ha convertido en un aspecto crítico para evaluar el desempeño de las compañías que operan en la industria de la moda. Dichos criterios comprenden una amplia gama de políticas que impactan en la forma que las empresas operan y se relacionan con su entorno, estableciendo un marco esencial en las estrategias ESG implementadas.

A continuación, se detallan los principales criterios ESG que las empresas de la moda de lujo consideran hoy en día en sus estrategias (UBS, 2022a, 2022b & 2023):

#### **1. Asignación de capital**

Una correcta asignación de capital consiste en tomar decisiones adecuadas sobre dónde y cómo asignar los fondos en áreas orgánicas<sup>1</sup> (o, alternativamente, en oportunidades inorgánicas<sup>2</sup>). Un problema sería, por ejemplo, que las empresas de la moda de lujo son criticadas por mantener altos niveles de efectivo, debido a que la mayoría de su capital en varios casos está en manos de familias, y tienden a tomar decisiones más conservadoras en materia de inversión y distribución de dividendos.

#### **2. Abastecimiento sostenible**

El abastecimiento sostenible se ha convertido en un imperativo ético y comercial en las estrategias de las compañías. Desde la obtención de materias primas hasta la fabricación de productos, las empresas de la moda de lujo están adoptando prácticas responsables para minimizar su impacto ambiental y social, junto con el fomento de relaciones transparentes y éticas con los proveedores.

#### **3. Bienestar y desarrollo de los empleados**

El bienestar y desarrollo de los empleados es un tema de alta relevancia dado que, gracias a ellos las marcas mantienen su prestigio y posición. En concreto, el sector de la moda de lujo se debe centrar en ofrecer programas de formación a sus empleados para fomentar su desarrollo y atraer y retener al mejor talento del mercado. Además, es importante ofrecer bonus competitivos y participaciones en las acciones de la empresa.

---

<sup>1</sup> El crecimiento orgánico es la forma que tienen las empresas de crecer a través de sus propios recursos (Morales, 2021)

<sup>2</sup> El crecimiento inorgánico es la forma que tienen las empresas de crecer a través de fuentes externas como fusiones y adquisiciones (Morales, 2021)

#### **4. Productos duraderos de calidad**

Una de las características más reconocidas en el sector de la moda de lujo es la alta calidad de sus bienes de lujo. En este sentido, las marcas deben mantener este estándar fruto de su artesanía y materias primas de calidad, implementando servicios de postventa, reparación y mantenimiento, así como iniciativas de segunda mano colaborando por ejemplo con *marketplaces* enfocados a este sector.

#### **5. Huella de carbono**

La reducción de la huella de carbono por parte del sector es imprescindible y se centra en la idea de reducir las emisiones de Alcance 1<sup>3</sup>, 2<sup>4</sup> y 3<sup>5</sup> derivadas de sus propias actividades directa o indirectamente. Las empresas de la moda de lujo deben tener la ambición de reducir estas emisiones al 0% para el 2050 e ir implementando iniciativas para que sus instalaciones sean energéticamente eficientes.

#### **6. Aumento de la desigualdad**

A pesar de que los consumidores del lujo son un nicho resiliente a los cambios en el ciclo económico y la crisis, la mayoría del mercado de la moda, no lo es. Con estas desigualdades, pueden surgir movimientos en el estrato alto de la sociedad, resultando en cambios de preferencia por parte de los consumidores tradicionales de la moda de lujo (inclinándose éstos a logos más discretos y un lujo más silencioso con el objetivo de diferenciarse de los nuevos consumidores del lujo).

#### **7. Desperdicio y destrucción de productos no vendidos**

Este desperdicio debe ser abordado por las marcas ofreciendo ventas privadas en sus boutiques u *outlets*, pudiendo dar una segunda vida a los productos no vendidos o, en todo caso, reciclarlos. Un riesgo importante en este ámbito sería el ecodiseño que las marcas deberían de ir incorporando.

---

<sup>3</sup> Emisiones directas de las empresas que se producen a partir de sus propias actividades, al quemar combustibles (Acciona, s.f.)

<sup>4</sup> Emisiones indirectas de las empresas que se producen a partir del consumo o compra de electricidad (Acciona, s.f.)

<sup>5</sup> Emisiones indirectas de las empresas que se producen a partir de sus actividades, sin embargo, están bajo la propiedad de otros agentes (Acciona, s.f.)

## **8. Diversidad e inclusión**

Es uno de los factores más relevantes, no solo en este sector, sino en todas las industrias; hace referencia a las iniciativas que implementan las compañías en términos de formación en diversidad e inclusión, prejuicios inconscientes y, especialmente, en la representación equitativa de género en altos cargos de dirección.

Todos estos factores pueden suponer tanto oportunidades como riesgos para las empresas, con impactos significativos en su reputación como marca, así como en su rentabilidad (la tasa de crecimiento de ingresos, el margen EBIT y/o en el retorno sobre el capital).

## **4. Calidad crediticia de las empresas y sus criterios de evaluación**

Las calificaciones crediticias son una herramienta que ayuda a los inversores a evaluar el riesgo de crédito de una inversión teniendo como principal objetivo la estabilidad y la precisión. Aun así, se deben tener en cuenta sus limitaciones, especialmente durante crisis financieras, y se deben de utilizar para analizar las opciones a la hora de invertir, pero sin utilizarlas como única fuente de información (Deprés, 2011). Es esencial conocer en qué principios se basan las empresas para dar una calificación u otra, así como sus ventajas en los mercados financieros.

### **4.1. La importancia de la calidad crediticia para una empresa**

#### **1. Definición de las calificaciones crediticias**

Las calificaciones crediticias son una opinión acerca de la capacidad puntual de pago de una entidad o de un instrumento de deuda utilizando una escala de categorías de calificación. Las escalas de las agencias tienen letras e indicadores numéricos en el caso de Moody's, o símbolos numéricos como la suma y la resta en el caso de S&P o Fitch; estas letras van desde la Aaa o AAA - según la agencia - que exige un grado de cumplimiento importante, hasta la C o incluso D que viene a decir que un emisor o un instrumento de deuda está al borde del incumplimiento (De Haan & Amtenbrink, 2011) como se puede observar en la Tabla 1. El paso importante para un emisor es estar en lo que se conoce como grado de inversión, cuyo límite está en la Baa3 o BBB-. A los

emisores o instrumentos calificados que llegan a esa categoría se les conocen como estrellas emergentes y a los que la pierden ángeles caídos o bonos basura.

**Tabla 1: Matriz de calificación crediticia según diferentes agencias.**

Matriz de calificaciones a largo plazo					
		Moody's	S&P	Fitch	
Grado de inversión	Alta calidad	Aaa	AAA	AAA	
		Aa1	AA+	AA+	
		Aa2	AA	AA	
		Aa3	AA-	AA-	
	Medio-superior	A1	A+	A+	
		A2	A	A	
		A3	A-	A-	
	Medio-inferior	Baa1	BBB+	BBB+	
		Baa2	BBB	BBB	
Baa3		BBB-	BBB-		
Grado de no inversión ( <i>junk</i> o 'alto rendimiento')	Grado de especulación	Ba1	BB+	BB+	
		Ba2	BB	BB	
		Ba3	BB-	BB-	
		B1	B+	B+	
		B2	B	B	
		B3	B-	B-	
		Caa1	CCC+	CCC+	
		Caa2	CCC	CCC	
		Caa3	CCC-	CCC-	
		Ca	CC	CC	
		C	C	C	
		Incumplimiento	C	D	D

Fuente: Elaboración propia con datos del CFA Program Curriculum Level I (2020b)

Por otro lado, las calificaciones solo miden el riesgo de crédito. No miden otros riesgos como el de liquidez (facilidad de venta en el mercado secundario), o el riesgo de mercado (De Haan & Amtenbrink, 2011). Además, las calificaciones tienen como principal objetivo la estabilidad y la precisión reflejando situaciones permanentes en el riesgo crediticio, en vez de cambios circunstanciales en el sentimiento del mercado.

## **2. Las calificaciones crediticias ofrecen al mercado información detallada sobre los emisores**

Las calificaciones crediticias han contribuido a la eficiencia y la transparencia de los mercados de crédito. En la mayoría de los países, el crecimiento de los mercados de crédito ha propiciado el mayor uso de las calificaciones crediticias, y estas a su vez han

conseguido aumentar la transparencia y eficiencia del mercado, a través de un lenguaje de crédito simple de usar (Morales Luna, 2015).

Los inversores necesitan información de las empresas para poder invertir en ellas. La función principal de los mercados de capitales es facilitar el encuentro entre inversores y emisores. Los inversores deben poder tomar decisiones informadas para saber si una inversión se alinea con su tolerancia al riesgo, y para poder determinar el precio adecuado para ese riesgo. Para todo ello, deben de tener información suficiente y detallada que les permita medir la calidad crediticia de los emisores, de una manera coherente y a lo largo del tiempo (Garre & González, 2013).

Además, para poder comparar sus propias opiniones con las de otros participantes, los inversores deben ser capaces de hablar un lenguaje común respecto al riesgo y usar una terminología coherente. Esto es exactamente lo que proporciona una calificación; un lenguaje de crédito fácil de comprender, que se traduce en letras y que es comparable globalmente. De esta forma, un inversor sabe qué riesgo está tomando cuando invierte en la calificación Baa1 de una empresa española o en la Baa1 de una empresa americana (Garre & González, 2013).

### **3. Las ventajas de las calificaciones para las empresas**

Las calificaciones crediticias ofrecen al mercado información muy completa sobre las empresas, promoviendo la transparencia y ayudando a reducir las asimetrías de información. Las agencias en sus opiniones de crédito contienen información confidencial de los emisores, que no ha sido comunicada al mercado (Morales Luna, 2015).

Los inversores a menudo carecen del tiempo o la pericia necesaria para acceder y analizar la información relevante de las empresas. A pesar de ello, buscan optimizar el rendimiento de sus inversiones estableciendo simultáneamente ciertos límites al riesgo que están dispuestos a tomar (Morales Luna, 2015). Las calificaciones les van a ayudar a perfilar las directrices de inversión de su cartera (junto con otros factores como criterios ESG o diversificación) y delimitar su perfil de riesgo.

Por otro lado, las calificaciones son para las empresas como un pasaporte para acceder al mercado de capitales al permitir a las empresas acudir al mercado de bonos que es más barato que el de préstamos (Garre & González, 2013).

De todas formas, las calificaciones no son un sello de calidad ya que a veces las agencias se equivocan, como ocurrió en el 2007 con la crisis financiera. Sirven para dar una opinión, pero no reflejan una recomendación de invertir, comprar o vender (Cuan, 2017); simplemente pretenden incrementar la transparencia y eficiencia de los mercados de capitales.

## 4.2. Factores que determinan la calidad crediticia de una empresa

Los temas que miran las agencias a la hora de determinar la calidad crediticia de una empresa se podrían dividir en cuatro bloques: El perfil de riesgo empresarial, el análisis de la industria, la calidad del equipo directivo, y el riesgo financiero y fuentes de liquidez, como se puede observar en la Tabla 2. En concreto se estudiará a continuación la metodología y los criterios que sigue la agencia crediticia Moody's para calificar compañías industriales (Moody's Investors Service, 1998).

*Tabla 2: Factores clave de la calificación de las empresas.*

Factores clave de la calificación	
<b>Perfil de riesgo empresarial</b>	<b>Análisis de la industria</b>
Diversificación de producto	Tendencias del sector
Diversificación geográfica	Escenarios macroeconómicos
Base de clientes y exposición a proveedores	Posición competitiva
Control de costos e impulsores de ingresos	Entorno político y regulatorio
Exposición a mercados volátiles	Demanda cíclica frente a estable
<b>Estrategia y equipo directivo</b>	<b>Riesgo financiero y liquidez</b>
Perspectivas de crecimiento	Análisis de ratios históricos y previstos
Políticas y objetivos financieros	Comparación del <i>peer group</i>
Rendimientos para los accionistas	Fuentes de liquidez y vencimientos de deuda
Calidad del equipo directivo	Estructura de la deuda
Gobierno corporativo	Pasivos fuera de balance y ajustes
<i>Rating</i>	

Fuente: Elaboración propia con datos de la Presentación Moody's Credit Rating Agency al BME (Bolsas y Mercados Españoles) en marzo de 2023

## **1. Perfil de riesgo empresarial**

Se trata de determinar la posición de la empresa respecto a sus competidores comparando su capacidad de generar ingresos y controlar o reducir sus costes. Este análisis se realiza teniendo en cuenta las condiciones económicas actuales y futuras, como, por ejemplo: un cambio del ciclo económico, una fuerte bajada de algunos de los principales mercados de la compañía, o unos tipos de interés muy elevados que pueden extenderse por mucho tiempo. Se consideran entre otros:

- La cuota de mercado y los cambios que haya habido en ella durante los últimos años, tanto por líneas de negocio como por país, desempeña un papel importante en los análisis de las agencias. El mantenimiento de una posición de liderazgo por parte de una empresa durante un tiempo prolongado de tiempo puede suponer una generación de caja predecible a largo plazo, así como una cuota de mercado estable.
- La diversificación por productos y países: se analiza la posible reducción del riesgo al que están expuestas las empresas por fluctuaciones en el mercado como la oferta y demanda, dependiendo del nivel de diversificación que posean.
- La estructura de costes: los costes y la eficiencia operativa son indicadores fundamentales para hacer frente a la competencia nacional e internacional.

## **2. Análisis de la industria**

- El análisis de las tendencias del sector es fundamental para las agencias de cara a valorar la rentabilidad futura; es por ello por lo que analizan variables como la madurez de la industria, la fluctuación de la oferta y la demanda, o el crecimiento previsto frente al crecimiento del producto interior bruto (PIB en adelante) en cada país donde la compañía opera. Estos factores permiten evaluar en cierta forma el grado de sensibilidad del sector ante los ciclos económicos.
- Competencia nacional e internacional: factores como la existencia de subvenciones estatales en determinados países, aranceles a las importaciones (caso reciente en E.E.U.U. durante la administración del presidente Trump) o el coste de mano de obra que varía de país en país, pueden crear un entorno competitivo más difícil para las empresas de ese sector.

- Entorno político y regulador: el grado de apoyo a las empresas de un país o el vínculo entre el Gobierno y estas mismas es algo importante para las agencias de calificación. El tipo de preguntas que se hacen serían: ¿Va a apoyar un Gobierno a una empresa o un sector que se encuentre en dificultades? ó ¿Piensa el Gobierno subir el salario mínimo e incrementar la fiscalidad de las empresas? Las agencias de calificación no se meten en política; les da igual “el color” político de un gobierno, ya que lo que van a analizar son las medidas que tomen a futuro y en qué manera van a influir en la competitividad de las empresas que operan en ese país. Por ejemplo, en España ha sido muy significativo el cambio de la sede social de Ferrovial a los Países Bajos. Ese cambio se hizo no solo para pagar menos impuestos y obtener mayores concesiones en infraestructuras, sino para obtener una calificación mayor de las agencias y así reducir sus costes de financiación, dado que los Países Bajos tienen un *rating* soberano superior al de España (Almagro, 2023).

### **3. Calidad del equipo directivo**

A pesar de ser un elemento difícil de medir, para las agencias es uno de los más importantes debido a que la calidad del equipo directivo influye en su capacidad de reacción ante acontecimientos inesperados en el entorno cambiante en el que operan. Es fundamental evaluar y comparar los planes de gestión empresarial que llevan las empresas y su competencia, así como la capacidad de cumplimiento de los planes estratégicos por parte de los directivos, y cómo se han desviado de lo que habían comunicado a principios de año.

### **4. Riesgo financiero y fuentes de liquidez**

Es de vital importancia evaluar la situación financiera de las empresas, entendiendo y analizando sus cuentas anuales, el valor de sus activos, su endeudamiento y sus posibles riesgos. En este contexto, la flexibilidad financiera de una compañía es uno de los factores más importantes porque le va a permitir pagar de manera puntual sus obligaciones dependiendo del nivel de liquidez que posea. Además, se evalúan factores como las deudas a corto plazo en relación con la estructura de capital, los vencimientos a largo plazo y los tipos de interés del momento. También se analiza la estabilidad y el historial

de las relaciones de la compañía con los bancos, así como el nivel de *rating*, porque cuando hay inestabilidades en el mercado hay mayor probabilidad de un *rating* inferior.

### **4.3. Criterios de evaluación y métricas para calificar una empresa en la industria de la moda**

Después de haber analizado los factores clave que determinan la calidad crediticia de una compañía, es esencial conocer los criterios de evaluación y las métricas que se emplean para cada industria que pueden variar ligeramente de agencia en agencia. En este caso, analizaremos la tarjeta de puntuación o *score card* para calificar empresas en el sector de la moda, realizada por la agencia de calificación Moody's (Moody's Investors Service, 2023). Dentro de esta tarjeta se incluyen distintos factores y subfactores tales como el tamaño de la empresa, su perfil de negocio, su rentabilidad y eficiencia, su endeudamiento y posición en el mercado y su política financiera. A cada uno de estos factores se le asigna un peso específico, siendo el más relevante el de endeudamiento y el de posicionamiento en el mercado, que suponen un 40% del cómputo. A la hora de asignar la calificación final, la agencia tiene en cuenta las políticas ambientales, sociales y de gobernanza de la empresa, el tipo de instrumento que califica (bono o préstamo) y si hay otra metodología de otro sector que puede ser aplicable a esa empresa.

El cálculo de todos los factores produce una puntuación numérica que se comparará con las métricas que ha creado Moody's para cada categoría de calificación que van desde la Aaa hasta la C.

**Tabla 3: Moody's rating para analizar empresas de la industria textil**

Moody's Score Card - Moda	
Tamaño	15%
Ingresos	15%
Perfil de negocio	20%
Características del mercado	10%
Posición en el mercado	10%
Rentabilidad y eficiencia	10%
Estabilidad de ingresos y beneficios	10%
Endeudamiento y Cobertura de la deuda	40%
Deuda / EBITDA	15%
RCF / Deuda neta	10%
(EBITDA - CapEx) / Interest expense	15%
Política financiera	15%
<b>Resultado indicado del score card</b>	<b>+</b>
	<b>Consideraciones ESG</b>
<b>Rating</b>	

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

La puntuación numérica para cada subfactor (o cada factor, cuando el factor no tiene subfactores) se multiplica por el peso de ese subfactor (o factor), y luego se suman los resultados para producir una puntuación numérica agregada. La puntuación final se mapea con la tabla que Moody's ha creado para cada categoría de calificación y así se llega a un *rating* concreto como se observa en la Tabla 4.

**Tabla 4: Tabla de puntuaciones para cada categoría de calificación**

Resultado indicado del score card	
Puntuación numérica agregada	Resultado indicado del score card
$x \leq 1,5$	Aaa
$1,5 < x \leq 4,5$	Aa
$4,5 < x \leq 7,5$	A
$7,5 < x \leq 10,5$	Baa
$10,5 < x \leq 13,5$	Ba
$13,5 < x \leq 16,5$	B
$16,5 < x \leq 19,5$	Caa
$19,5 < x \leq 20,5$	Ca
$x > 20,5$	C

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

A la hora de asignar el *rating* final, la agencia se puede desviar del resultado obtenido en la tarjeta de puntuación y tener en cuenta otros factores cualitativos. Esto es lo que se conoce como consideraciones ESG en la descripción de la tarjeta de puntuación.

A continuación, se describen cada uno de los factores y subfactores del score *card*:

### 1. Tamaño: 15%

El tamaño de una empresa es un indicador de la importancia de su negocio y su éxito en atraer a una variedad de clientes, así como de su poder de fijar precios o de reducir costes negociando con proveedores. La puntuación para este factor se basa en un subfactor:

#### a) Ingresos: 15%

Se tiene en cuenta el total de ingresos reportados en miles de millones de dólares estadounidenses asignando una puntuación dependiendo de los mismos, como se observa en la Tabla 5.

**Tabla 5: Desglose del score card por ingresos**

		Tamaño (15%)							
		Ingresos (15%)							
		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
Ingresos (US\$ Bn)		≥100	50-100	25-50	10-25	4-10	1,5-4	0,5-1,5	<0,5

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

### 2. Perfil de negocio: 20%

Lo que define el perfil de negocio de una empresa en el sector de la moda, son las características del mercado en el que opera y su posicionamiento en el mismo. Se tienen en cuenta las barreras de entrada al mercado, la exposición a los cambios en las preferencias del consumidor o la elasticidad de la demanda. Es también relevante conocer los países en los que está presente, la fortaleza de su marca y la propuesta de valor para el consumidor.

Este factor tiene dos subfactores:

**a) Características del mercado: 10%**

Aquí la agencia analizará la competencia de precios, los productos sustitutivos o alternativos existentes y el riesgo de cambio en las preferencias del consumidor ya que las empresas de ropa pueden experimentar una mayor volatilidad de la demanda debido a los rápidos cambios en las tendencias de moda. La puntuación para este subfactor también reflejará la fortaleza económica del país o países donde la empresa opera principalmente.

**Tabla 6: Desglose del score card por características del mercado**

Perfil de negocio (20%)	
Características del mercado (10%)	
Características del mercado	
Aaa	El segmento del mercado prácticamente no enfrenta amenazas competitivas y tiene barreras de entrada extremadamente altas. Prácticamente no hay riesgo de cambio en las preferencias del consumidor, incluyendo tendencias demográficas y de moda. La demanda es inelástica, y es muy poco probable que se pospongan las compras bajo cualquier condición macroeconómica. La fortaleza económica de los países en los que opera también influye en la puntuación de este subfactor.
Aa	El segmento del mercado enfrenta amenazas competitivas muy bajas y barreras de entrada muy altas. El riesgo de cambio en las preferencias del consumidor es extremadamente bajo, incluyendo tendencias demográficas y de moda. La demanda es inelástica, y es muy poco probable que se pospongan las compras bajo cualquier condición macroeconómica. La fortaleza económica de los países en los que opera también influye en la puntuación de este subfactor.
A	El segmento del mercado enfrenta amenazas competitivas bajas y barreras de entrada altas. El riesgo de cambio en las preferencias del consumidor es muy bajo, incluyendo tendencias demográficas y de moda. La demanda es moderadamente inelástica, y es poco probable que se pospongan las compras bajo cualquier condición macroeconómica. La fortaleza económica de los países en los que opera también influye en la puntuación de este subfactor.
Baa	El segmento del mercado enfrenta amenazas competitivas moderadas y algunas barreras de entrada. Hay bajo riesgo de cambio en las preferencias del consumidor, incluyendo tendencias demográficas o de moda. La demanda exhibe cierta elasticidad, y es posible posponer las compras bajo ciertas presiones macroeconómicas. La fortaleza económica de los países en los que opera también influye en la puntuación de este subfactor.
Ba	El segmento del mercado enfrenta amenazas competitivas y barreras de entrada moderadas. Hay riesgo moderado de cambio en las preferencias del consumidor, incluyendo tendencias demográficas o de moda. Hay signos claros de elasticidad en la demanda, y es probable posponer las compras debido a presiones macroeconómicas. La fortaleza económica de los países en los que opera también influye en la puntuación de este subfactor.
B	El segmento del mercado enfrenta amenazas competitivas altas y barreras de entrada bajas. Es probable que tenga una exposición alta a cambios en las preferencias del consumidor, incluyendo tendencias demográficas o de moda. La demanda es elástica, y es fácil posponer las compras incluso bajo presiones macroeconómicas leves. La fortaleza económica de los países en los que opera también influye en la puntuación de este subfactor.
Caa	Es probable que tenga una exposición muy alta a cambios en las preferencias del consumidor, con compras significativamente pospuestas o eliminadas incluso bajo presiones macroeconómicas leves. La fortaleza económica de los países en los que opera también influye en la puntuación de este subfactor.
Ca	El segmento del mercado enfrenta amenazas competitivas extremadamente altas y barreras de entrada muy bajas. Tiene una exposición muy alta a preferencias volátiles del consumidor o tendencias de moda. La demanda es altamente elástica, y la eliminación de compras es segura incluso bajo presiones macroeconómicas leves. La fortaleza económica de los países en los que opera también influye en la puntuación de este subfactor.

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

**b) Posición en el mercado: 10%**

La puntuación para este subfactor se basa en la visión holística de la agencia sobre la posición competitiva de una empresa y la fortaleza de sus marcas y productos, así como su *Customer Relationship Management* (CRM en adelante). Se analiza la cuota de mercado de la empresa en los países en los que opera y su trayectoria durante los últimos años.

**Tabla 7: Desglose del score card por posición en el mercado**

<b>Perfil de negocio (20%)</b>	
<b>Posición en el mercado (10%)</b>	
<b>Posición en el mercado</b>	
<b>Aaa</b>	<p>Posiciones establecidas y dominantes en múltiples categorías de productos amplias con diversidad geográfica global. Aumento de la participación en el mercado, sin amenazas anticipadas desde ningún frente. Propuesta de valor para el consumidor excepcional y muy diferenciada, incluida una experiencia del cliente de primer nivel en todos los canales. Capacidades operativas impecables, incluidas tecnología, operaciones de tienda, gestión de mano de obra y prácticas de cadena de suministro y abastecimiento. Excelentes oportunidades para reinversiones sostenidas y altamente rentables. Para empresas de indumentaria, al menos tres marcas globales dominantes dentro de categorías de productos muy amplias que son sinónimo de la categoría, con una presencia líder en el mercado y una lealtad inquebrantable de los clientes.</p>
<b>Aa</b>	<p>Líder claro en la participación de mercado en varias categorías de productos amplias, con una amplia diversidad geográfica. La posición en el mercado es estable o creciente y fácilmente defendible contra cualquier tipo de amenaza. Propuesta de valor para el consumidor sólida y altamente diferenciada, incluida una experiencia del cliente de primer nivel en los canales relevantes para los consumidores en esta categoría. Capacidades operativas de clase mundial, incluidas tecnología, operaciones de tienda, gestión de mano de obra y prácticas de cadena de suministro y abastecimiento. Oportunidades claras para reinversiones sostenidas y rentables. Para empresas de indumentaria, marcas globales extremadamente fuertes sinónimo de la categoría y con una presencia líder en el mercado y una lealtad muy alta de los clientes.</p>
<b>A</b>	<p>Uno de los pocos líderes en varias categorías de productos amplias y geografías. La posición en el mercado es estable o creciente, y fácilmente defendible contra casi cualquier tipo de amenaza. Propuesta de valor para el consumidor convincente y claramente diferenciada, incluida una excelente experiencia del cliente en los canales relevantes para los consumidores en esta categoría. Capacidades operativas muy sólidas y líderes, incluidas tecnología, operaciones de tienda, gestión de mano de obra y prácticas de cadena de suministro y abastecimiento. Buenas oportunidades para reinversiones rentables. Para empresas de indumentaria, una marca global extremadamente fuerte con un amplio atractivo en múltiples segmentos de productos, una alta lealtad del cliente y sin concentración de clientes.</p>
<b>Baa</b>	<p>Entre los líderes en las amplias categorías de productos y geografías en las que opera la empresa. La posición en el mercado es estable o creciente y puede defenderse contra la mayoría de los tipos de amenazas. Propuesta de valor atractiva y bien diferenciada, incluida una experiencia del cliente fluida en los canales relevantes para los consumidores en esta categoría. Capacidades operativas sólidas que están por encima de las de la mayoría de los competidores, incluidas tecnología, operaciones de tienda, gestión de mano de obra y prácticas de cadena de suministro y abastecimiento. Oportunidades creíbles para reinversiones rentables. Para empresas de indumentaria, una marca global muy fuerte o varias marcas regionales bien reconocidas con atractivo en múltiples segmentos de productos, buena diversificación geográfica y baja concentración de clientes.</p>
<b>Ba</b>	<p>Líder en las categorías de productos y geografías en las que opera la empresa. La posición en el mercado puede defenderse contra la mayoría de los tipos de amenazas, sin embargo, puede ocurrir una erosión de la participación de mercado. Propuesta de valor diferenciada, incluida una buena experiencia del cliente en los canales relevantes para los consumidores en esta categoría. Las capacidades operativas están al menos en línea con las de los competidores, incluidas tecnología, operaciones de tienda, gestión de mano de obra y prácticas de cadena de suministro y abastecimiento. Oportunidades rentables de reinversión y sin necesidad de inversiones significativas para ponerse al día o reestructurar. Puede tener una concentración geográfica o de proveedores modesta. Para empresas de indumentaria, una marca global sólida o varias marcas regionales bien reconocidas con atractivo distintivo y sostenible pero dentro de una categoría de producto de tamaño moderado.</p>
<b>B</b>	<p>Competidor reconocido en las categorías de productos y geografías en las que opera la empresa. Posición en el mercado generalmente estable, sin embargo, se espera alguna erosión de la participación de mercado en ocasiones. Propuesta de valor algo diferenciada, incluida una buena experiencia del cliente en los canales relevantes para los consumidores en esta categoría. Las capacidades operativas están en línea con las de los competidores, incluidas tecnología, operaciones de tienda, gestión de mano de obra y prácticas de cadena de suministro y abastecimiento. No se requiere una inversión significativa para ponerse al día o garantizar la sostenibilidad a largo plazo del negocio. Puede tener una concentración significativa de proveedores o geográfica, u operar en una categoría de productos estrecha. Para empresas de indumentaria, al menos una marca fuerte en una categoría de nicho o en una categoría estandarizada donde el precio sea el principal factor; concentración en un canal amplio o rango de precios, o cierta concentración geográfica o de clientes.</p>
<b>Caa</b>	<p>Competidor creíble en las categorías de productos y geografías en las que opera la empresa. La posición en el mercado es variable o está disminuyendo. Las capacidades operativas están rezagadas con respecto a las de los competidores, incluidas algunas áreas de tecnología, operaciones de tienda, gestión de mano de obra y prácticas de cadena de suministro y abastecimiento. Se necesita inversión o cambio estratégico para hacer competitiva la propuesta de valor para el consumidor y las operaciones. Puede tener una alta concentración de proveedores o geográfica, u operar en una categoría de productos de nicho. Para empresas de indumentaria, una marca con baja presencia en el mercado en una categoría estandarizada o estrechamente definida, o una marca no probada con un historial corto, concentración significativa en un canal amplio o rango de precios, o alta concentración geográfica o de clientes.</p>
<b>Ca</b>	<p>Competidor de nicho en las categorías de productos y geografías en las que opera la empresa. Declives continuos en la posición en el mercado en sus categorías de productos. Se necesita una inversión significativa o un cambio estratégico para hacer competitiva la propuesta de valor para el consumidor y para alinear las capacidades operativas con las de los competidores. Puede tener una alta concentración de proveedores o geográfica, u operar en una categoría de productos que recién está emergiendo o en declive secular significativo. Para empresas de indumentaria, una oferta o marca no diferenciada en una categoría estandarizada, concentrada en una región o continente, o una concentración muy alta o dependencia en un cliente.</p>

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

### 3. Rentabilidad y eficiencia: 10%

La relevancia de una empresa se basa en su capacidad para generar unos ingresos recurrentes y en mantener una posición competitiva. Una alta rentabilidad recurrente suele ser un indicador de una cuota de mercado estable o en aumento. Un historial de sólido crecimiento de los ingresos y de cumplimiento de los objetivos financieros también puede sugerir una sólida posición financiera en el futuro. La puntuación para este factor se basa en un subfactor: la estabilidad de los ingresos y los beneficios.

#### a) Estabilidad de los ingresos y de los beneficios: 10%

Se analizan los ingresos de los últimos años, los márgenes y la rentabilidad, la comparación con sus competidores y el historial de la empresa en el cumplimiento o superación de sus objetivos financieros.

**Tabla 8: Desglose del score card por estabilidad de ingresos y beneficios**

Rentabilidad y eficiencia (10%)	
Estabilidad de ingresos y beneficios (10%)	
Estabilidad de ingresos y beneficios	
Aaa	Excepcional historial a largo plazo de crecimiento orgánico de ingresos y ganancias operativas, con baja volatilidad. El rendimiento financiero, incluyendo el margen operativo o el retorno sobre el capital, siempre cumple o supera los objetivos de la empresa, es excepcional en relación con su <i>peer group</i> y es altamente predecible.
Aa	Fuerte historial a largo plazo de crecimiento orgánico de ingresos y ganancias operativas, con una volatilidad moderada. El rendimiento financiero, incluyendo el margen operativo o el retorno sobre el capital, cumple o supera los objetivos de la empresa, es fuerte en relación con su <i>peer group</i> y es altamente predecible.
A	Muy buen historial a largo plazo de crecimiento orgánico de ingresos y ganancias operativas, con moderada volatilidad. El rendimiento financiero, incluyendo el margen operativo o el retorno sobre el capital, cumple o supera los objetivos de la empresa, es muy bueno en relación con su <i>peer group</i> y es en gran medida predecible.
Baa	Buen historial de crecimiento orgánico de ingresos y ganancias operativas, excepto en períodos de presión macroeconómica. El rendimiento financiero, incluyendo el margen operativo o el retorno sobre el capital, generalmente cumple los objetivos de la empresa, es bueno en relación con su <i>peer group</i> y es generalmente predecible.
Ba	Un historial de crecimiento orgánico de ingresos y ganancias operativas excepto en períodos de presión macroeconómica. El margen operativo o el retorno sobre el capital, generalmente cumple los objetivos de la empresa y está al menos al nivel de su <i>peer group</i> .
B	Los ingresos y las ganancias operativas pueden ser volátiles, incluso sin presión macroeconómica. El rendimiento financiero, incluyendo el margen operativo o el retorno sobre el capital, puede no alcanzar los objetivos de la empresa, pero generalmente está en línea con su <i>peer group</i> .
Caa	Los ingresos y las ganancias operativas están en una tendencia descendente o son muy volátiles sin presión macroeconómica. La empresa tiene una tendencia a no alcanzar sus objetivos financieros o a quedarse rezagada con respecto a su <i>peer group</i> .
Ca	Los ingresos o las ganancias operativas están en un declive pronunciado o consistente. La empresa generalmente no ha alcanzado sus objetivos financieros o se ha rezagado significativamente con respecto a su <i>peer group</i> .

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

### 4. Endeudamiento y cobertura de la deuda: 40%

Los ratios de apalancamiento / endeudamiento y cobertura proporcionan indicaciones importantes sobre la capacidad de una empresa para atender sus niveles de deuda y sobre su viabilidad a largo plazo. Estas métricas también son indicadores de la capacidad de

una empresa para mantener su posición competitiva en un mercado influenciado por el constante cambio de preferencias de los consumidores como es el de la moda.

Este factor comprende tres subfactores:

**a. Deuda / EBITDA: 15%**

Es un indicador que muestra los beneficios antes de restar los intereses por la deuda contraída, impuestos, depreciación y amortización. Este ratio muestra la capacidad de servicio de la deuda y del apalancamiento financiero. Esta relación se utiliza comúnmente en el sector de la moda para saber de una manera rápida y sencilla si una empresa es rentable o no. Como vemos en la Tabla 9, Moody's tiene asignada una métrica para cada categoría de calificación.

**Tabla 9: Desglose del score card por Deuda / EBITDA**

Endeudamiento y Cobertura de la deuda (40%)								
Deuda / EBITDA (15%)								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
Deuda / EBITDA (x)	≤0,5	0,5-1	1-2	2-3	3-4	4-6	6-8	>8

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

**b. RCF / Deuda neta: 10%**

La relación del flujo de caja retenido con la deuda neta es un indicador de la generación de caja de una empresa (antes de los movimientos del fondo de maniobra y los gastos de capital, y después de los pagos de dividendos) en relación con su deuda neta (deuda total menos efectivo y equivalentes de efectivo) (Moody's Investors Service, 2021).

**Tabla 10: Desglose del score card por RCF / Deuda neta**

Endeudamiento y Cobertura de la deuda (40%)								
RCF / Deuda neta (10%)								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
RCF / Deuda neta (%)	≥80	60-80	40-60	25-40	15-25	10-15	5-10	<5

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

**c.  $[EBITDA - CapEx] / \text{Gasto de intereses: 15\%}$**

Este ratio muestra la capacidad de una empresa para cumplir con sus obligaciones de intereses, así como de invertir en activos fijos.

**Tabla 11: Desglose del score card por  $(EBITDA - CapEx) / \text{Gasto de intereses}$**

Endeudamiento y Cobertura de la deuda (40%)								
$[EBITDA - CapEx] / \text{Interest expense (15\%)}$								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
$\frac{[EBITDA - CapEx]}{\text{Interest expense}}$ (x)	$\geq 20$	16-20	9-16	4,5-9	2,5-4,5	1,25-2,5	0,25-1,25	$< 0,25$

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

**5. Política financiera: 15%**

Aquí se mide la tolerancia al riesgo financiero de la dirección y el consejo, y su compromiso con el mantenimiento de un perfil de crédito robusto. Este factor es un determinante crucial de la calificación de una empresa, ya que influye directamente en los niveles de deuda, los riesgos y el futuro de la empresa.

Para la agencia es muy importante saber la estrategia financiera de una empresa y puede que no mejore su calificación si piensa que el margen de maniobra que la compañía tiene dentro de su categoría de calificación lo usará para financiar una adquisición estratégica, una distribución de dividendos, o alguna otra transacción que requiera endeudamiento. Se analizan en este caso la probabilidad de que se realicen actividades de *Mergers and Acquisitions* (M&A en adelante).

**Tabla 12: Desglose del score card por política financiera**

Política financiera (15%)	
Política financiera	
Aaa	Se espera que tenga políticas financieras extremadamente conservadoras (incluyendo gestión de riesgos y liquidez): métricas muy estables; prácticamente ningún evento o riesgo que cause una transición de calificación; y un compromiso público con un perfil crediticio muy fuerte a largo plazo.
Aa	Se espera que tenga políticas financieras muy conservadoras (incluyendo gestión de riesgos y liquidez); métricas estables; riesgo mínimo de eventos que causen una transición de calificación, y un compromiso público con un perfil crediticio sólido a largo plazo.
A	Se espera que tenga políticas financieras predecibles (incluyendo gestión de riesgos y liquidez) que preserven los intereses de los acreedores; aunque existe un riesgo modesto de eventos, es probable que el efecto sobre el apalancamiento sea pequeño y temporal; fuerte compromiso con un perfil crediticio sólido.
Baa	Se espera que tenga políticas financieras (incluyendo gestión de riesgos y liquidez) que equilibren los intereses de los acreedores y los accionistas; algún riesgo de que adquisiciones financiadas con deuda o distribuciones a accionistas puedan debilitar el perfil crediticio.
Ba	Se espera que tenga políticas financieras (incluyendo gestión de riesgos y liquidez) que tiendan a favorecer a los accionistas sobre los acreedores, con un riesgo financiero por encima del promedio debido a distribuciones a accionistas, adquisiciones u otros cambios significativos en la estructura de capital.
B	Se espera que tenga políticas financieras (incluyendo gestión de riesgos y liquidez) que favorezcan a los accionistas sobre los acreedores; alto riesgo financiero resultante de distribuciones a accionistas, adquisiciones u otros cambios significativos en la estructura de capital.
Caa	Se espera que tenga políticas financieras (incluyendo gestión de riesgos y liquidez) que creen un riesgo elevado de reestructuración de deuda en entornos económicos variados.
Ca	Se espera que tenga políticas financieras (incluyendo gestión de riesgos y liquidez) que creen un riesgo elevado de reestructuración de deuda incluso en entornos económicos saludables.

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's Investors Service (2023)

## 6. Consideraciones ESG

En la actualidad, la inclusión de factores sociales, ambientales y de gobierno corporativo en las emisiones de las agencias de calificación crediticia han adquirido una importancia sin precedentes.

Tradicionalmente, las agencias se focalizaban exclusivamente en el análisis de la capacidad de las empresas para hacer frente a las obligaciones financieras (los parámetros comprendidos en el *score card*). Sin embargo, en la actualidad, tanto las agencias de calificación crediticia como los inversores dan gran importancia a los impactos ambientales y sociales, así como a los riesgos asociados con prácticas de gobierno corporativo deficientes, pudiendo tener un impacto relevante en el *rating* final de las compañías analizadas por las agencias (como se puede observar en la Tabla 3).

La inclusión de factores ESG en las calificaciones crediticias ofrece una visión más 360 de los riesgos y oportunidades a los que se enfrentan las compañías cuando realizan emisiones de deuda.

Como se ha detallado anteriormente en el Capítulo 3.1, los factores de ESG más relevantes en esta industria son:

1. Asignación de capital
2. Abastecimiento sostenible
3. Bienestar y desarrollo de los empleados
4. Productos duraderos de calidad
5. Huella de carbono
6. Aumento de la desigualdad
7. Desperdicio y destrucción de productos no vendidos
8. Diversidad e inclusión

Al considerar factores ESG en el estudio de las calificaciones crediticias, los inversores pueden tomar decisiones más informadas y sostenibles, y las compañías emisoras de deuda pueden ser incentivadas a mejorar sus prácticas ESG tanto para mejorar su acceso al capital como su reputación en el mercado financiero. Por tanto, la integración de la estrategia ESG como factor significativo en las calificaciones crediticias refleja la creciente relevancia de la sostenibilidad y la responsabilidad social en el mundo financiero.

## **5. Hermès: simulación crediticia e impacto de sus estrategias ESG**

Con el objetivo de realizar un análisis del potencial impacto de los factores de ESG en las calificaciones crediticias de las compañías de moda de lujo, he elaborado un estudio práctico sobre la eventual calificación crediticia del grupo Hermès International SCA (en adelante “Hermès” o la “Compañía” o el “Grupo”).

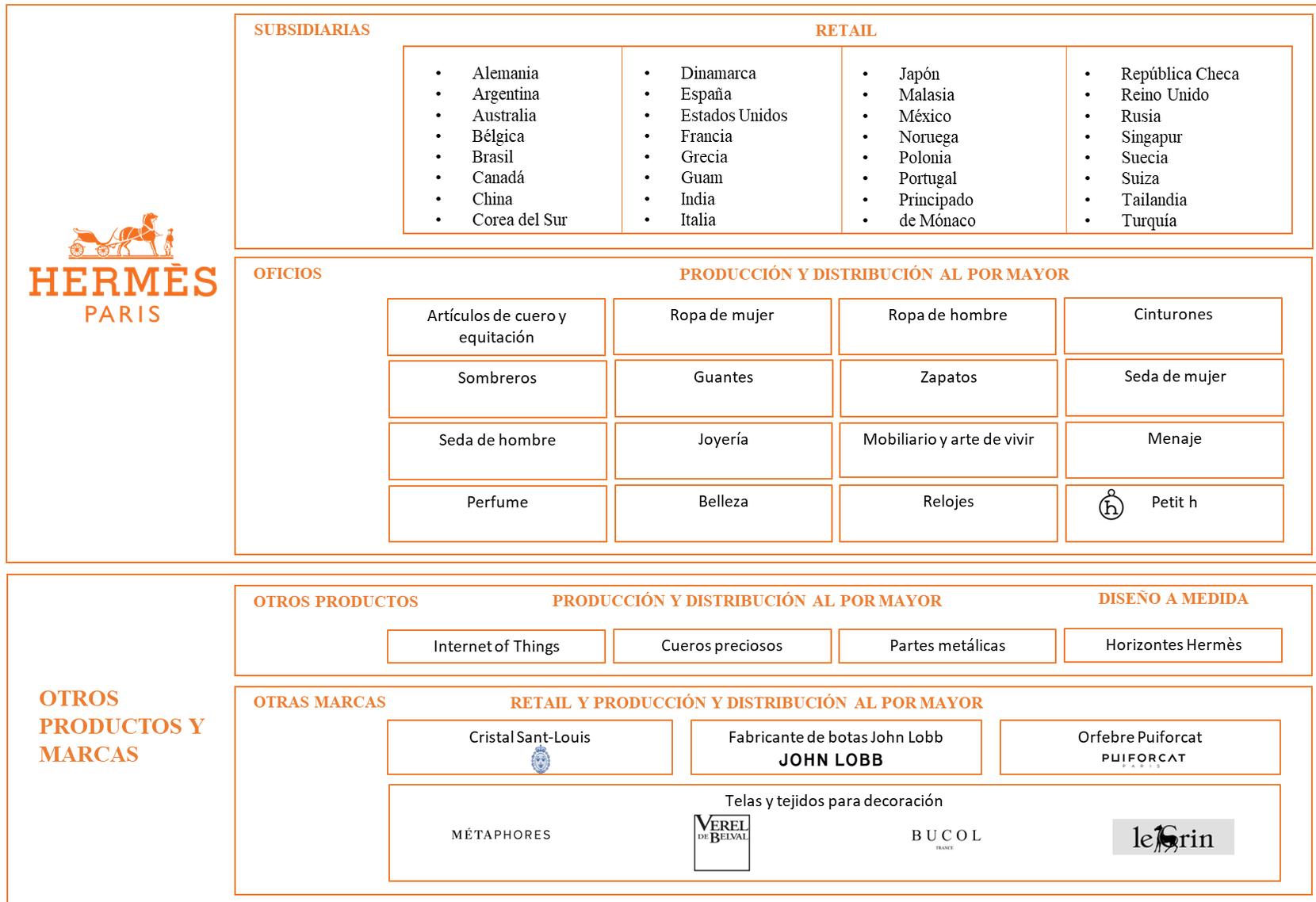
Para la realización de dicho análisis, me he basado en los factores y subfactores del *score card* de la agencia Moody’s explicados anteriormente, obteniendo información financiera y operativa publicada tanto por la propia Compañía como por instituciones de reconocido prestigio (tal como UBS o mercados financieros). Además, es importante mencionar que, aunque el análisis de la calificación intenta abordar de forma objetiva todos los factores objeto de estudio, hay una diferencia primordial entre las diferentes emisiones del *rating*: el juicio de valor del analista. De este modo, una justificación argumentada de las hipótesis planteadas es clave a la hora de determinar y defender el resultado de la calificación.

### **5.1. Visión general del Grupo**

Hermès tiene su origen en París, a principios del siglo XIX. Fundada por Thierry Hermès en 1837, empezó como taller de guarnicionería para el mercado ecuestre de élite, evolucionando gradualmente hasta convertirse en un proveedor de artículos de moda de lujo reconocidos por su artesanía, diseño atemporal y calidad. Hoy en día, el Grupo es reconocido en todo el mundo como símbolo de lujo y sofisticación de la industria de la moda. Conocida principalmente por sus emblemáticos bolsos, pañuelos de seda y artículos de piel, la Compañía cuenta con una amplia cartera de líneas de negocio. (Wang, 2023).

Además de su célebre división de moda, Hermès ha diversificado con éxito su oferta en otros sectores de lujo como perfumes, relojería, joyería y muebles para el hogar. Cada una de estas líneas de negocio encarna la dedicación de la marca a la artesanía, los materiales de primera calidad y el diseño, consolidando aún más su reputación como símbolo de lujo y refinamiento a nivel mundial (Xu, 2020).

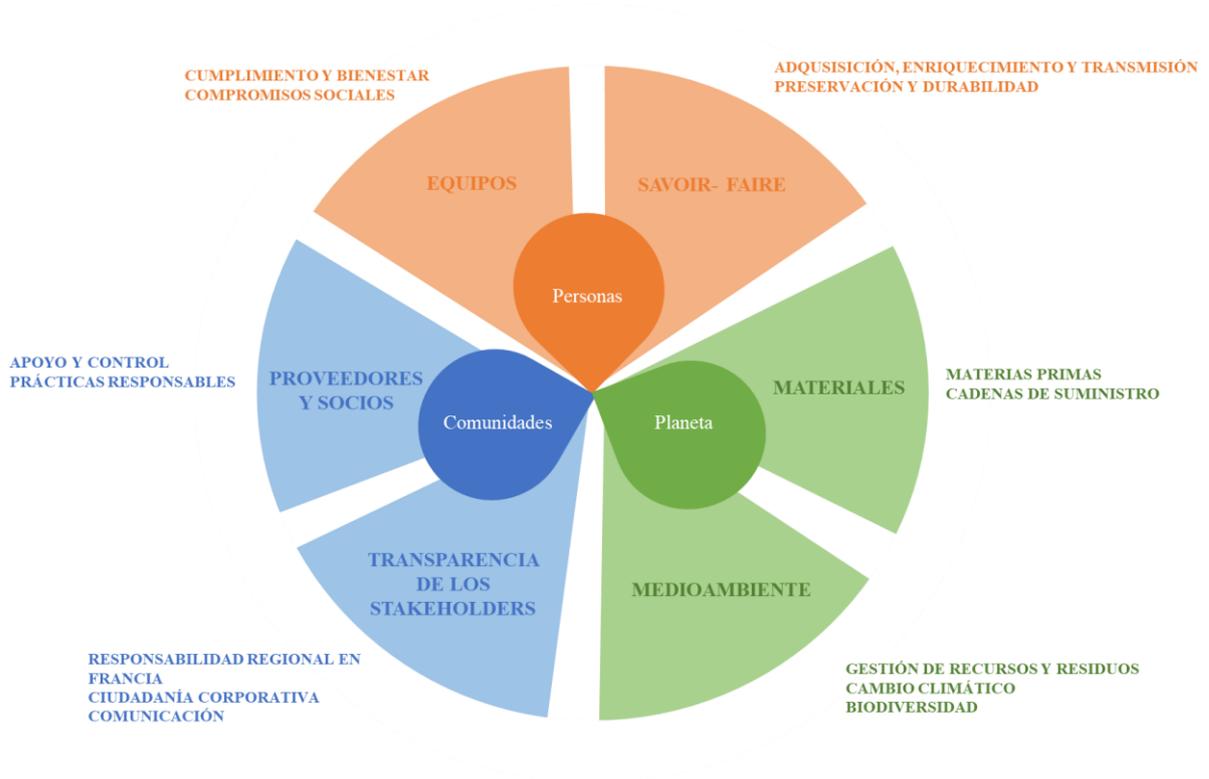
**Figura 2: Visión general de Hermès**



Fuente: Elaboración propia con datos de Hermès International (2022)

En cuanto a su estrategia de RSC se sustenta en el concepto: "Todos artesanos del desarrollo sostenible" – que constituye el marco de referencia de todos sus empleados y entidades del Grupo. Además, el Grupo contribuye a la mayoría de los ODS alineándose con los principios del Pacto Mundial de la ONU, encontrándose en un punto avanzado en su estrategia de RSC, dividida en seis pilares como se puede observar en la Figura 3.

**Figura 3: Estrategia RSC de Hermès**



Fuente: Elaboración propia con datos de Hermès International (2022)

## 5.2. Simulación crediticia (score card)

El *rating* de Hermès en base al *score card* de la agencia crediticia Moody's sería el siguiente:

### 1. Tamaño: 15%

#### a) Ingresos: 15%

La Compañía ha alcanzado su récord histórico de ventas durante 2023: €13.427M. Esto supone una tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC en adelante) en el periodo 2019-2023 de 18,2%, lo que se traduce en un aumento sostenible y cuantitativo de los ingresos de los últimos años. Este nivel (mayor a US\$10Bn) supone un *rating* crediticio para este subfactor de Baa.

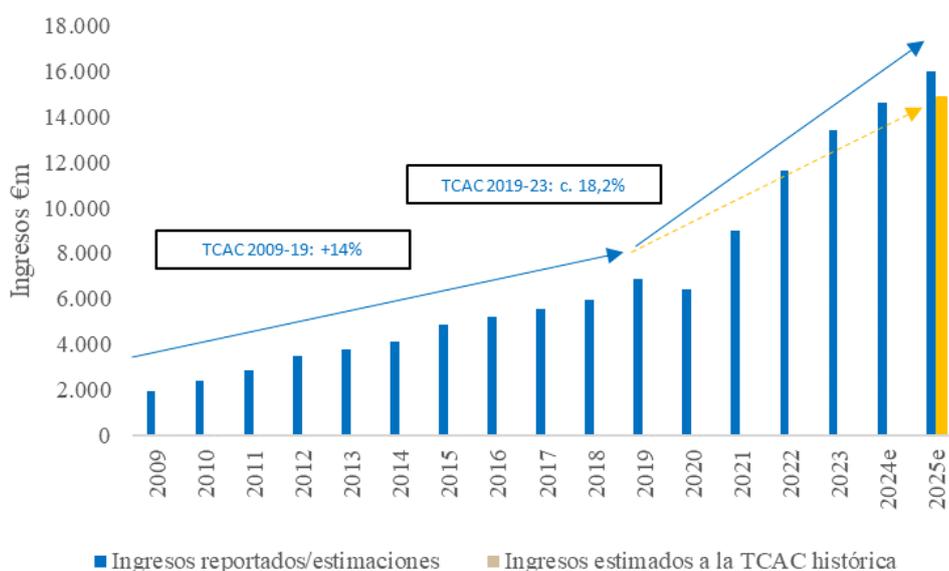
**Tabla 13: Evolución de los ingresos de Hermès**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Ingresos (€M)</b>	6.883	6.389	8.982	11.602	13.427	15.121	16.719

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de Hermès y UBS NEO

Adicionalmente, basándome en las estimaciones futuras de UBS sobre los ingresos esperados por parte del Grupo, se prevé que el volumen de negocio siga la misma senda de crecimiento, pudiendo alcanzar eventualmente una TCAC en el periodo 2023-2025E de 11,6%.

**Tabla 14: Evolución de los ingresos de Hermès II**



Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de Hermès y UBS NEO

## 2. Perfil de negocio: 20%

La calificación de este factor se basa en dos subfactores: características del mercado y la posición en el mercado.

### a) Características del mercado: 10%

Mi análisis sobre las características del mercado donde Hermès opera es el siguiente:

- Barreras de entrada y amenazas competitivas: el Grupo opera predominantemente en el sector del lujo de la industria de la moda. Para los nuevos competidores del lujo, las barreras de entrada son considerablemente altas ya que no solo se requiere una inversión significativa en capital (para la fabricación, el marketing o la distribución) sino que también es indispensable contar con un conocimiento sólido de marca por parte de los consumidores. Este reconocimiento solo se puede lograr a lo largo del tiempo y cumpliendo unos estándares de calidad muy elevados. Por otro lado, es importante mencionar que el mercado está saturado con la presencia de múltiples marcas de lujo como LVMH, Richemont o Kering, que representan una competencia significativa para el Grupo.

- Preferencias del consumidor: los consumidores ven en la moda del lujo una forma de reconocimiento y estatus social diferencial debido a la disponibilidad limitada del producto, los elevados precios, y la necesidad de diferenciarse de los demás. Dada la concentración de la riqueza mundial en un número reducido de la población (Thériault, 2023) y el aumento del consumo de bienes de lujo (Deloitte, 2023), llego a la conclusión de que la Compañía opera en un segmento que no sufrirá grandes oscilaciones en la demanda, siempre que se sepa adaptar a la moda y a los comportamientos del consumidor final.
- Ingresos por país: el origen de los ingresos de la Compañía viene de países asiáticos (56%; con especial concentración del consumo japonés: 9,4%), Europa (23%; con especial concentración del consumo francés: 9,5%) y América (Hermès International, 2023). La calificación crediticia soberana de las economías donde la Compañía opera es bastante diversa (S&P, 2019), con un riesgo estable, dado que principalmente tiene presencia en economías desarrolladas. Por ello, considero que el Grupo opera en países con una sólida estabilidad.

Por todas estas razones considero que el *rating* que se podría asociar a este subfactor sería una A.

#### **b) Posición en el mercado: 10%**

Para esta sección del análisis he realizado un análisis DAFO, obteniendo las siguientes conclusiones:

##### **Fortalezas:**

- Reconocimiento de la marca “Hermès”: desde el último siglo, el Grupo se ha forjado un reconocimiento de marca a nivel mundial basado en la calidad de sus productos, la exclusividad y el prestigio. Las palabras “calidad” y “artesanía” van ligadas a la marca Hermès. Por tanto, el reconocimiento como una marca de lujo, primero a nivel textil y luego diversificada en otras áreas operativas, sitúan a los consumidores de la marca en términos generales como “prestigiosos” (Martin Roll Business & Brand Leadership, 2020). Un ejemplo de exclusividad, son los bolsos “Birkin” y “Kelly”, fabricados a mano y en cantidades limitadas (habiendo alcanzado un precio de €125k por unidad) (Scofield, 2022).

- Diversificación de producto: aunque el Grupo es reconocido por sus productos de cuero, durante los últimos años, Hermès ha llevado una estrategia de diversificación de productos, incluyendo en su *portfolio* las áreas de joyería, relojería, muebles para el hogar, perfumería y ropa de *prêt-à-porter*. Esta estrategia ha permitido reducir la exposición a una sola vertical de producto (Hermès International, 2023).
- Diversificación geográfica y canal de distribución propia: Hermès tiene presencia – a través de sus tiendas boutiques - en las principales ciudades de todo el mundo, generando unos ingresos diversificados en términos geográficos (Hermès International, 2023). Es importante mencionar que el Grupo controla rigurosamente su red de distribución, vendiendo sus productos principalmente a través de sus propias boutiques. Esto no sólo permite proteger y mantener el reconocimiento de la marca, sino también aumentarlo durante todo el proceso de compra de sus clientes (Hermès International, 2022).

#### **Debilidades:**

- Exposición territorial: aunque Hermès cuente con boutiques por todos los continentes, como he señalado anteriormente, tiene una exposición de ingresos muy elevada al mercado asiático. (Hermès International, 2023). Hay que puntualizar que un siniestro en la economía francesa o japonesa podría repercutir de manera relevante en el negocio del Grupo, afectando al c. 18,9% de sus ingresos (9,4% del consumo japonés y 9,5% del consumo francés).
- Accesibilidad de sus productos: como su estrategia “obliga” a controlar la cadena de distribución, no permite a la marca poder expandirse a través de otros canales de distribución con los que potencialmente podría llegar a un número más elevado de eventuales clientes objetivo del Grupo (ej. grandes superficies como El Corte Inglés – con la excepción de la vertical de perfumería – u otras plazas enfocadas a clientes con alto poder adquisitivo como hace su *peer group*). Por último, el catálogo de cada boutique de la Compañía es limitado, ofreciendo solamente determinados productos tanto por tienda física como por el canal online. (Madrid, 2020).

- Complejidad del canal de distribución: al igual que lo considero una fortaleza, es un punto de debilidad de la Compañía, dado que un compromiso tan férreo con la calidad y la artesanía tiene una probabilidad potencial más elevada de sufrir interrupciones.

#### **Oportunidades:**

- ESG: dado el buen posicionamiento de la marca Hermès – gracias a su estrategia – en términos de ESG, considero que el Grupo tendrá una gran oportunidad de hacerse con una mayor cuota del mercado de lujo en el futuro (penetración del mercado), debido a que, como se ha explicado anteriormente, existe una preferencia de los segmentos a los que Hermès vende sobre prácticas de ESG responsables por parte de las empresas.
- Comercio online y mercado *millennial* y generación *Z*: existe una tendencia creciente hacia las compras a través del canal online (BCG, 2023) impulsada por las generaciones más jóvenes. Dichos consumidores se están convirtiendo en un segmento significativo del mercado del lujo dado el aumento en su poder adquisitivo (Anstey, 2021), así como sus preferencias de consumo (Publicis Experiences, s.f.). Considero que, si la marca consigue atraer a los usuarios más jóvenes a través de la “experiencia Hermès”, el resultado se verá reflejado positivamente en el aumento del volumen de negocio de la Compañía.
- Mercados emergentes: considero que las nuevas economías emergentes (por ejemplo, países como India o Brasil) podrían suponer una oportunidad de nuevo mercado para el Grupo.

#### **Amenazas:**

- Falsificaciones e imitaciones de sus productos: el sector de la moda de lujo tiene que hacer frente a falsificaciones e imitaciones de su *portfolio* de productos dado que mucha gente al no tener el poder adquisitivo necesario para adquirir los productos originales, acuden a este mercado que está en constante crecimiento. De esta forma, la marca no puede “controlar” a su público objetivo. Además, si muchas personas pueden acceder a los productos Hermès, el carácter de exclusividad que se asocia al Grupo puede verse afectado de forma negativa.

- Cambios en las preferencias de los consumidores y competencia: la industria de la moda – en general – está sujeta a cambios rápidos y, frecuentemente, irracionales. Ante un inesperado cambio en la preferencia del consumidor, Hermès podría no ser capaz de adaptarse suficientemente o de manera equívoca y, por ende, perder una cuota de mercado frente a sus competidores.
- Cambios regulatorios: nuevas normativas por parte de reguladores supranacionales y nacionales (como los ODS de la ONU) pueden afectar tanto en la operativa como en las necesidades de inversión en determinadas áreas por parte las empresas.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, en mi opinión, el *rating* eventualmente correspondiente a este subfactor sería una A.

### **3. Rentabilidad y eficiencia: 10%**

#### **a) Estabilidad de los ingresos y de los beneficios: 10%**

Para realizar el análisis de los ingresos, junto a Hermès, he considerado como el *peer group* a los grupos de moda de lujo LVMH, Richemont y Kering.

He elaborado un análisis sobre las principales métricas para medir la calidad de los ingresos y los beneficios, atendiendo a los ingresos, margen EBITDA y EBT.

- Ingresos

Como se ve reflejado en la Tabla 15, LVMH es el líder claro en términos absolutos (su volumen de ingresos es 6,4x en comparación con Hermès, 4,4x con Kering y 4,3x con Richemont en el año 2023). Sin embargo, si miramos la evolución de crecimiento desde 2019, podemos ver que la compañía que ha experimentado una tasa mayor de crecimiento constante en el tiempo ha sido Hermès con un 18,2% de TCAC (vs 12,6% de LVMH, 9,3% de Richemont y 5,4% de Kering). Hay que indicar que las estimaciones de crecimiento de las cuatro compañías son positivas según los analistas de banca de inversión de UBS.

**Tabla 15: Evolución de los ingresos del peer group y Hermès**

<b>Ingresos (€M)</b>	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Hermès</b>	6.883	6.389	8.982	11.602	13.427
<i>TCAC (2019-20XX)</i>		(7,2)%	14,2%	19,0%	18,2%
<b>LVMH</b>	53.670	44.651	64.215	79.184	86.153
<i>TCAC (2019-20XX)</i>		(16,8)%	9,4%	13,8%	12,6%
<b>Richemont</b>	13.989	14.238	13.144	19.181	19.953
<i>TCAC (2019-20XX)</i>		1,8%	(3,1)%	11,1%	9,3%
<b>Kering</b>	15.884	13.100	17.645	20.351	19.566
<i>TCAC (2019-20XX)</i>		(17,5)%	5,4%	8,6%	5,4%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de las Compañías y UBS NEO

- Margen EBITDA

La rentabilidad operativa de Hermès es significativamente superior en comparación con su *peer group*. Además, resaltar que ha llevado una eficiencia operativa óptima dado que ha ido mejorando el margen a lo largo de los años, alcanzando un 47,1% como se puede observar en la Tabla 16.

**Tabla 16: Evolución del margen EBITDA del peer group y Hermès**

<b>Margen EBITDA (%)</b>	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Hermès</b>	40,5%	40,5%	45,5%	45,7%	47,1%
<b>LVMH</b>	30,5%	31,4%	35,8%	34,4%	34,5%
<b>Richemont</b>	19,7%	21,1%	22,8%	25,8%	32,6%
<b>Kering</b>	36,9%	36,2%	35,4%	34,7%	33,0%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de las Compañías y UBS NEO

- EBT

Respecto al beneficio antes de impuestos obtenido por las compañías, vemos que el *peer group* incurre en un *D&A + Interest expense* entre 11,4% y 9,4%, mientras que la cifra del Grupo solo representa el 3,6%. Anulando el efecto del D&A (que es similar entre las compañías objeto de estudio), la diferencia viene por el nivel de gastos de intereses que incurren las compañías. Por tanto, podemos afirmar que Hermès mantiene un nivel de inversión parecido al del sector, teniendo una situación excelente en términos de gastos de intereses (se detallará en el siguiente factor).

**Tabla 17: Evolución del EBT del peer group y Hermès**

<b>EBT</b> <b>(€M)</b>	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Hermès</b>	2.270	1.986	3.435	4.635	5.841
<i>TCAC (2019-20XX)</i>		(12,5)%	23,0%	26,9%	26,7%
<b>LVMH</b>	10.714	7.364	17.208	20.113	21.625
<i>TCAC (2019-20XX)</i>		(31,3)%	26,7%	23,4%	19,2%
<b>Richemont</b>	3.168	1.198	1.515	2.577	4.758
<i>TCAC (2019-20XX)</i>		(62,2)%	(30,8)%	(6,7)%	10,7%
<b>Kering</b>	4.300	2.957	4.524	5.135	4.233
<i>TCAC (2019-20XX)</i>		(31,2)%	2,6%	6,1%	(0,4)%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de las Compañías y UBS NEO

Teniendo en cuenta todo el análisis realizado en términos de rentabilidad y eficiencia de la Compañía y comparado con el sector, considero que el *rating* correspondiente que se debería considerar en este subfactor sería un Aa.

#### 4. Endeudamiento y cobertura de la deuda: 40%

La calificación de este factor se basa en los siguientes tres subfactores:

##### a. Deuda / EBITDA: 15%

El Grupo tiene un nivel mínimo de endeudamiento. Por ende, el ratio es c. 0%, habiéndose mantenido igual en los últimos años y con expectativa de que siga al mismo nivel. El *rating* asociado a este subfactor es Aaa.

**Tabla 18: Evolución de la Deuda y EBITDA de Hermès**

(€M)	2019	2020	2021	2022	2023
Deuda	50	43	25	37	51
EBITDA	2.787	2.587	4.091	5.301	6.322

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de Hermès y UBS NEO

**Tabla 19: Evolución del ratio Deuda / EBITDA de Hermès**

	2019	2020	2021	2022	2023
Deuda / EBITDA (x)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de Hermès y UBS NEO

##### b. RCF / Deuda neta:10%

Como el Grupo cuenta con un nivel muy elevado de efectivo y una deuda mínima, la deuda neta es negativa (es decir, el efectivo es mayor a la deuda). Además, dado que genera un alto nivel de flujo de caja retenido, el ratio obtenido es negativo; lo que equivaldría a un resultado de +100%. Por tanto, el *rating* asociado para este subfactor es Aaa.

**Tabla 20: Evolución de RCF y Deuda neta de Hermès**

(€M)	2020	2021	2022	2023
RCF	1.147	2.149	2.974	3.053
Deuda neta	(4.690)	(6.671)	(9.188)	(10.574)

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de Hermès y UBS NEO

**Tabla 21: Evolución del ratio RCF y Deuda neta de Hermès**

	2020	2021	2022	2023
<b>RCF / Deuda neta (%)</b>	(24,5)%	(32,2)%	(32,4)%	(28,9)%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de Hermès y UBS NEO

**c.  $[EBITDA - CapEx] / \text{Gasto de intereses}^6$ : 15%**

El Grupo ha realizado una inversión mayor respecto al nivel que venía invirtiendo durante los últimos años. A pesar de esta decisión, el ratio de este año ha sido extremadamente elevado por el aumento del EBITDA y la reducción de la deuda (que han tenido efecto positivo, reduciendo los intereses generados). El *rating* asociado a este subfactor es Aaa.

**Tabla 22: Evolución del EBITDA, CapEx y Gasto de intereses de Hermès**

(€M)	2020	2021	2022	2023
EBITDA	2.587	4.091	5.301	6.322
CapEx	448	532	518	859
Interest expense	1	0	3	1

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de Hermès y UBS NEO

**Tabla 23: Evolución del ratio  $[EBITDA - CapEx] / \text{Gasto de intereses de Hermès}$**

	2020	2021	2022	2023
<b><math>[EBITDA - CapEx] / \text{Interest expense (x)}</math></b>	1.781,9	<i>n.m.</i>	1.594,3	7.382,9

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de Hermès y UBS NEO

**5. Política financiera: 15%**

Las empresas familiares tienden a tener una aversión al riesgo. Como es el caso de Hermès, la estrategia del Grupo ha sido históricamente muy conservadora en términos financieros.

<sup>6</sup> Se han considerado exclusivamente los gastos financieros relativos a los intereses de la deuda del grupo (excluyendo otros gastos financieros como el de leasing o cobertura de divisa).

Como se ha analizado en el factor anterior, la Compañía cuenta con altos niveles de tesorería lo que le concede una gran capacidad para hacer frente a potenciales adversidades inesperadas gracias a sus altos ratios de liquidez, como se puede ver en la Tabla 24. En caso de tener que realizar nuevas inversiones debido a nuevas regulaciones u otro tipo de obligaciones derivadas del negocio, Hermès cuenta con un gran músculo financiero para acometer cambios que requieran capital y seguir a la vanguardia del sector de la moda de lujo.

**Tabla 24: Evolución de los ratios de liquidez de Hermès**

<b>Ratios de liquidez</b>					
	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Índice de liquidez corriente</i>					
Activo corriente	6.091	6.650	8.846	11.828	14.009
Pasivo corriente	2.024	1.839	2.576	3.004	3.184
<b>Liquidez corriente</b>	<b>3,0x</b>	<b>3,6x</b>	<b>3,4x</b>	<b>3,9x</b>	<b>4,4x</b>
<i>Índice de liquidez en efectivo</i>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	4.384	4.733	6.696	9.225	10.625
Pasivo corriente	2.024	1.839	2.576	3.004	3.184
<b>Liquidez en efectivo</b>	<b>2,2x</b>	<b>2,6x</b>	<b>2,6x</b>	<b>3,1x</b>	<b>3,3x</b>
<i>Índice de liquidez rápida (o de "prueba ácida")</i>					
Efectivo y equivalentes de efectivo + Clientes	4.702	4.982	7.029	9.608	11.056
Pasivo corriente	2.024	1.289	1.449	1.779	2.414
<b>Liquidez rápida (o de "prueba ácida")</b>	<b>2,3x</b>	<b>3,9x</b>	<b>4,9x</b>	<b>5,4x</b>	<b>4,6x</b>

Fuentes: elaboración y análisis propio con datos de UBS NEO, los estados financieros publicados por la Compañía y CFA Level I (2022a)

Además, el Grupo tiene una política de dividendos muy conservadora, no habiendo ejecutado grandes movimientos de *cash-out* para sus accionistas ni habiendo repartido dividendos extraordinarios de carácter relevante.

Por último, indicar que, exceptuando pequeñas adquisiciones estratégicas de proveedores, Hermès ha ido creciendo exclusivamente de manera orgánica (a diferencia de las estrategias de crecimiento inorgánico llevadas a cabo por sus competidores – como es el caso de LMVH).

En mi opinión, la alta dirección y la familia propietaria han llevado a cabo una estrategia de política financiera muy conservadora, por ello, considero que el *rating* de este factor debería ser Aaa.

## Resultado indicado del *score card*

Tras el análisis de todos los factores y subfactores del *score card* de Hermès, obtenemos una puntuación numérica agregada de 3,40; lo que implica un resultado indicado de Aa.

**Tabla 25: Puntuación numérica<sup>7</sup> agregada y resultado indicado del *score card* de Hermès**

Moody's Score Card			
Tamaño	15%	1,35	
Ingresos	15%	9	Baa
Perfil de negocio	20%	1,20	
Características del mercado	10%	6	A
Posición en el mercado	10%	6	A
Rentabilidad y eficiencia	10%	0,30	
Estabilidad de ingresos y beneficios	10%	3	Aa
Endeudamiento y Cobertura de la deuda	40%	0,40	
Deuda / <i>EBITDA</i>	15%	1	Aaa
<i>RCF</i> / Deuda neta	10%	1	Aaa
$(EBITDA - CapEx) / Interest\ expense$	15%	1	Aaa
Política financiera	15%	0,15	Aaa
		<b>3,40</b>	<b>Aa</b>

Fuente: Elaboración propia

### 5.3. Consideraciones ESG en la simulación crediticia de Hermès

Tras analizar todos los factores y subfactores y obtener el resultado indicado del *score card*, he elaborado un análisis de la estrategia de Hermès en relación con los criterios ESG. Dichos factores podrían impactar en la calificación y, por ende, obtener un *rating* final de la Compañía diferente al indicativo.

Para su análisis, he realizado un estudio de los factores ESG tanto de su informe anual para inversores y los diferentes artículos publicados por la Compañía, así como el *equity Research* (NEO) del banco de inversión suizo UBS.

Los criterios ESG analizados son los mismos explicados en el apartado 3 de este trabajo, indicando la existencia de los riesgos y oportunidades del Grupo en relación tanto con las principales métricas financieras como con los factores que potencialmente podrían cambiar el modelo operativo de la Compañía y los diferentes catalizadores / mecanismos de impacto sobre el eventual cambio.

<sup>7</sup> Puntuación numérica del *rating*: Aaa = 1, Aa = 3, A = 6, Baa = 9, Ba = 12, B = 15, Caa=18 y Ca=20.

## Análisis de los factores ESG:

1. Asignación de capital: considero que es tanto un factor de riesgo como de oportunidad. Las empresas de la moda de lujo a menudo son cuestionadas por mantener demasiado efectivo y ser aversas al riesgo debido a la propiedad familiar. El ratio de deuda neta / EBITDA de Hermès fue de c. -1,7x en 2023 frente al promedio de su *peer group* que mantiene un nivel de entre c. -0,8x y 1,3x.

Por lo tanto, considero que hay margen para mejorar en la asignación de capital de Hermès a través de la emisión / levantamiento de deuda y distribución de capital en forma de un dividendo extraordinario. Sin embargo, es poco probable que se busque alcanzar una posición de deuda neta óptima dada su tendencia histórica a mantener un alto nivel de efectivo en el balance y un ratio bajo de distribución de dividendos (en 2023 Hermès distribuyó un c. 32% vía dividendos frente al sector que osciló entre c. 41-57%).

2. Abastecimiento sostenible: considero que es tanto un factor de riesgo como de oportunidad. En 2022 Hermès tenía identificadas 80 cadenas de suministro (que representan el 99% de su abastecimiento), y tenía como objetivo alcanzar el 100% para finales de 2023 (Hermès International, 2022). El grupo opera con una cadena de suministro local, realizando el 97% de sus compras en Europa (67% en Francia) (Hermès International, 2022). Considero que Hermès tiene un alto control y comprensión sobre su cadena de suministro y abastecimiento y, en mi opinión, le permite tener una mayor trazabilidad del abastecimiento. Por otro lado, todo el cuero utilizado para la producción de artículos de dicho material se compra directamente a curtidurías – Hermès se unió al *Leather Working Group Animal Welfare Group* en 2020, empujando a los proveedores a someterse a la auditoría por parte de este organismo (el 100% de los 50 principales proveedores llevan auditados más de 3 años) (Hermès International, 2022). Creo que el abastecimiento sostenible permite a las empresas de la moda de lujo atraer a consumidores conscientes del medio ambiente. Adicionalmente, se puede observar que el impacto en los márgenes sigue siendo neutral, ya que los mayores costes de abastecimiento pueden compensarse con mayores precios y esto ha sido el caso de Hermès durante los últimos años.

3. Bienestar y desarrollo de los empleados: considero que es un factor exclusivamente de oportunidad. Hermès invierte en el desarrollo de los empleados a través de diversos programas de formación interna como la *École Hermès des Savoir Faire* centrada en compartir conocimientos y el desarrollo de módulos de *e-learning* para el personal de ventas *retail*. El Grupo proporcionó 342.000 horas de formación al 76% de sus empleados en 2022. Además, la empresa otorgó un bono de 4.000 € a sus empleados en 2023. Finalmente, según fuentes de la industria, la empresa continúa ostentando una de las tasas de rotación de empleados más bajas, con solo un c. 4,5% (Hermès International, 2022).

En mi opinión, creo que Hermès se centra en el bienestar de sus empleados, lo que puede llevar a una mejora de la producción y las operaciones comerciales generales, promovido por el sentimiento de permanencia de éstos, pudiendo afectar positivamente a la imagen de la marca. Creo que este enfoque fomenta la lealtad de los empleados, lo que se refleja en la tasa de rotación indicada. Considero que, aunque el pago del bono a los empleados es elevado y ha supuesto un aumento de la base del coste de la Compañía, el Grupo ha sido capaz no sólo de mantener el margen operativo, sino de mejorarlo debido a su capacidad de trasladar dichos costes a los consumidores (gracias a su poder de fijación de precios).

4. Productos duraderos de calidad: considero que es un factor exclusivamente de oportunidad. Creo que la alta calidad y durabilidad de los productos de Hermès – especialmente los artículos de cuero –, respaldan la exposición de la Compañía a este factor ESG. Considero que esta calidad permitirá a la marca atraer a consumidores conscientes del medio ambiente y retener una base de consumidores leales, lo que se traducirá en el crecimiento de sus ingresos. Es importante destacar que veo un impacto bastante limitado en los márgenes operativos gracias al poder de fijación de precios.

Adicionalmente, el Grupo también ofrece servicios de reparación y mantenimiento para el 100% de sus productos (Hermès International, 2022). Creo que la fortaleza de Hermès en este factor ESG se beneficia de su posición líder en artículos de cuero.

5. Huella de carbono: considero que es un factor de riesgo. Hermès tiene como objetivo reducir sus emisiones de Alcance 1 y 2 en un 50,4% en valor absoluto y Alcance 3 en un 58,1% en intensidad para 2030 (desde el año 2018), además de intentar lograr emisiones netas cero para 2050 y compensar el 100% del residual. En 2022, las emisiones de Alcance 1 y 2 habían disminuido en un 28,4% en valor absoluto, y el Alcance 3 había disminuido un 46,5% en intensidad (Hermès International, 2022). La reducción de dichas emisiones requiere una inversión adicional significativa para cambiar a instalaciones y tecnología más eficientes en energía; dicha inversión no supondrá potencialmente una mejora operativa, reduciendo el nivel de caja de la Compañía (el único efecto positivo que tendrá será una reducción de los impuestos al aumentar el coste de depreciación de dichas instalaciones).
  
6. Aumento de la desigualdad: considero que es un factor de riesgo. Con una mayor desigualdad social global, acentuada después de la pandemia, está en auge el movimiento de “*quiet luxury*”, donde algunas firmas de moda de lujo incluyen de forma discreta (es decir, sin grandes excentricidades) los logotipos de sus marcas (Jackson & Montgomery, 2023), enfocado a las personas que se encuentran en lo más alto de la pirámide social – con el objetivo de diferenciarse de los llamados “nuevos ricos” (Fashion Network, 2023). En mi opinión, Hermès está mejor posicionada que sus competidores, ya que los logos de la marca en sus productos son de tamaño reducido o minimalistas.  
Además, aunque el Grupo se posiciona en el extremo superior del espectro de la moda de lujo, donde los consumidores son más resistentes a las presiones económicas, dicho extracto social no está exento de sufrir alteraciones que repercutan en su poder adquisitivo y, por ende, reduzcan el crecimiento de los ingresos en ciertas geografías.
  
7. Desperdicio y destrucción de productos no vendidos: considero que es tanto un factor de riesgo como de oportunidad. Gracias al actual modelo de negocio impulsado por el abastecimiento de Hermès, veo al Grupo sujeto a menos riesgos por bienes no vendidos. Para estos bienes, la Compañía realiza ventas privadas en sus boutiques que son bastante exclusivas y no diluyen la fortaleza de exclusividad de la marca. Además, el 100% de los bienes no vendidos de Hermès en Francia fueron donados o reciclados en 2022, y la Compañía tiene

como objetivo donar o reciclar el 100% de los bienes no vendidos entre 2025 y 2030 (Hermès International, 2022).

Además, Hermès lanzó Petit H en 2010, una línea que utiliza materiales, artículos y objetos desechados que otros *métiers* de Hermès no han utilizado para hacer nuevas piezas, permitiendo de esta forma que los diseños de Hermès tengan una segunda vida. Considero que esta estrategia mejorará tanto la eficiencia de las materias primas, como la imagen corporativa de la marca hacia el consumidor consciente del medio ambiente, traducándose en un aumento eventual del crecimiento de los ingresos y en una mejora del margen operativo.

8. Diversidad e inclusión: considero que es un factor exclusivamente de oportunidad. Hoy en día, la diversidad e inclusión es un factor ESG importante para los consumidores de la moda de lujo, tanto en la representación de género como la adecuada formación sobre éstas a los empleados para que sean conscientes de los sesgos que eventualmente podrían tener. Por ello, el 67% de los empleados totales de Hermès eran mujeres en 2022, representando el 60% de roles directivos. Además, su consejo de administración contaba en 2022 con un 40% de mujeres (Hermès International, 2022).

En mi opinión, creo que las ventas en el sector de la moda de lujo se ven impulsadas principalmente por la efectiva transmisión de la historia y los valores de las compañías, lo que aumenta la deseabilidad de las marcas para los consumidores. En este contexto considero que Hermès está realizando una promoción adecuada de sus valores, especialmente en términos de igualdad (destaca la alta representación e importancia del género femenino, y la formación continua en diversidad e inclusión que brinda a sus empleados). Estas acciones de promoción podrían traducirse potencialmente en un incremento de los ingresos.

## 6. Conclusiones

La estrategia en materia social, ambiental y de gobernanza por parte de las empresas de la moda de lujo tiene un impacto directo en la calificación crediticia de las mismas. Con el objetivo de analizar el efecto de dicha estrategia en el *rating* final asociado de las compañías, he analizado, primero por separado y luego conjuntamente, a través de un caso práctico de la compañía Hermès, el sector de la moda de lujo, las políticas de ESG de las empresas, y los criterios de evaluación y métricas para calificar una empresa de la industria según la agencia crediticia Moody's.

En capítulos anteriores se ha analizado el potencial económico que tiene la industria de la moda de lujo y su innegable crecimiento tanto en márgenes como en ingresos durante los últimos años. Este crecimiento refleja la necesidad de que las compañías del sector se adapten a los cambios en aspectos ambientales, sociales y de gobernanza si quieren seguir manteniendo su relevancia y posicionamiento en el mercado. Es por ello, que las marcas de lujo están implementando políticas de ESG y planes de RSC, contribuyendo al cuidado de nuestro planeta y al bienestar de la sociedad a la vez que adquieren una ventaja competitiva y afianzan su posición de marca.

En este contexto, las agencias de calificación crediticia juegan un papel importante otorgando un *rating* asociado a la capacidad puntual de pago de las empresas de lujo, mejorando o empeorando la reputación y el acceso a la financiación por parte de éstas. En este *rating*, las prácticas de ESG se toman en consideración a la hora de asignar una puntuación u otra, tras haber analizado previamente los factores y subfactores estudiados dentro del *score card*, como el tamaño de la empresa, su perfil de negocio, su rentabilidad y eficiencia, su endeudamiento y posición en el mercado y su política financiera.

A través del caso práctico de Hermès, se han puesto en práctica los conocimientos adquiridos a lo largo del trabajo, realizando una simulación de calificación crediticia, teniendo en cuenta tanto la situación actual de la Compañía en base a la tarjeta de puntuación, como el posicionamiento en materia de ESG.

Los resultados de este análisis indican que la inclusión de políticas de ESG son un factor muy relevante en la estrategia de las compañías de moda de lujo hoy en día. Por ejemplo, los factores ambientales pueden incluir las prácticas de la empresa relacionadas con el abastecimiento sostenible, la gestión de productos no vendidos o la huella de

carbono. Los factores sociales pueden abarcar cuestiones como el bienestar y desarrollo de los empleados o la diversidad y la inclusión. Por otro lado, los factores de gobernanza pueden incluir la composición del consejo de la empresa, la correcta asignación de capital y compensación, así como su transparencia. Todo esto me lleva a concluir que las cuestiones ESG no son una moda pasajera de las empresas; han llegado para quedarse y cada vez afectan más a la cuenta de resultados de las compañías, ya que condicionan muchas de las decisiones de los clientes, empleados y reguladores.

Para las agencias de calificación, los criterios ESG son tenidos en cuenta en la medida que impactan o pueden llegar a impactar en el riesgo de crédito de una compañía. Las agencias ya venían haciendo este análisis desde hace muchos años; sin embargo, la única diferencia es que ahora son más transparentes a la hora de la publicación en sus análisis de la importancia que estos factores tienen en la determinación de la sostenibilidad financiera a largo plazo y el perfil de riesgo de una empresa.

Por ello, como indicaba al comienzo, la correcta implementación de dichas políticas de ESG tiene un impacto directo en la calificación crediticia, pudiendo suponer una mejora o un deterioro en los *ratings* de las compañías del sector.

En el análisis particular de Hermès se ha podido observar, que según el *score card*, la Compañía se posicionaría en el área del Aa que tienes distintos escalones según las diferentes agencias (Aa1, Aa2, Aa3 o AA+, AA, AA-). Dado que el Grupo se está rigiendo por unas políticas a la vanguardia del sector en materia de ESG, considero que eso les ayudaría para que las agencias de calificación les dieran un escalón más del que les correspondiera por su *score card*, por lo que podrían posicionarse en la escala más alta de la calificación Aa (Aa1 o AA+) o incluso podrían llegar a plantearse otorgarle la máxima calificación de Aaa.

Por último, hay que mencionar que dicho análisis se ha elaborado a partir de fuentes y recursos limitados de información. Las agencias de calificación crediticia cuentan con acceso a información privilegiada y herramientas de análisis avanzado, lo que les permite ser más fieles a la realidad de las empresas y dar valoraciones más precisas del riesgo crediticio de éstas. Una investigación sobre la percepción por parte de inversores de las prácticas de ESG de las compañías de esta industria, o una evaluación de la efectividad de los criterios ESG considerados en las calificaciones crediticias, sin duda sería de utilidad para las agencias de calificación y futuras investigaciones.

## **Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado**

**ADVERTENCIA:** Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Andrea Soriano Fernández, estudiante de E2-Analytics de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Moda de lujo: estrategias ESG y su impacto en la calidad crediticia de las compañías", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
2. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
3. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 20 de marzo de 2024.

Firma:



## 7. Bibliografía

- Acciona. (s.f.). #AprendeSostenibilidad: Emisiones de alcance 1, 2 y 3. [https://www.sostenibilidad.com/cambio-climatico/aprendesostenibilidad-emisiones-de-alcance-1-2-y-3/?\\_adin=0872133180](https://www.sostenibilidad.com/cambio-climatico/aprendesostenibilidad-emisiones-de-alcance-1-2-y-3/?_adin=0872133180)
- Aguado Puig, A. (2018). *Desarrollo sostenible: 30 años de evolución desde el informe Brundtland*. [Tesis Doctoral, Universidad de Sevilla]. IdUS. <https://idus.us.es/bitstream/handle/11441/81489/TESIS%20DESARROLLO%20SOSTENIBLE.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Almagro, J. E. (2023, marzo 2). *¿Por qué Ferrovial se va a Holanda? Así es su fiscalidad*. Libre Mercado. <https://www.libremercado.com/2023-03-02/por-que-ferrovial-se-va-a-holanda-asi-es-su-fiscalidad-6991549/>
- Anstey, C. (2021, octubre 6). *Generation X is getting wealthier*. Bloomberg.com. [https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2021-10-06/what-s-happening-in-the-world-economy-gen-x-is-becoming-wealthier?utm\\_medium=cpc\\_search&utm\\_campaign=NB\\_ENG\\_DSAXX\\_DSA\\_XXXXXXXXXX\\_EVG\\_XXXX\\_XXX\\_Y0469\\_EN\\_EN\\_X\\_BLOM\\_GO\\_SE\\_X\\_XX\\_XXXXXXXXXX&gad\\_source=1&gclid=EAIaIqobChMIq\\_HSie\\_GhAMVnamDBx1-WwKREAMYASAAEgLI3\\_D\\_BwE&gclsrc=aw.ds](https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2021-10-06/what-s-happening-in-the-world-economy-gen-x-is-becoming-wealthier?utm_medium=cpc_search&utm_campaign=NB_ENG_DSAXX_DSA_XXXXXXXXXX_EVG_XXXX_XXX_Y0469_EN_EN_X_BLOM_GO_SE_X_XX_XXXXXXXXXX&gad_source=1&gclid=EAIaIqobChMIq_HSie_GhAMVnamDBx1-WwKREAMYASAAEgLI3_D_BwE&gclsrc=aw.ds)
- Apple, L., Southward, L., & Bickle, M. (2018). Luxury throughout history: an evaluation of the industry. *The Future of Luxury*, 12, 8-16. [https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/89207441/Monograph12-2018\\_Future\\_of\\_L-libre.pdf?1659447083=&response-content-disposition=inline%3B+filename%3DThe\\_Future\\_of\\_Luxury.pdf&Expires=1710244280&Signature=Oab-LQjYp0ErpE~0nWHhgm7GW7PHi0DRUMwbkWivWOUUnHLS6zP8ADCrWhco3EK9hBlfDIA7GS~vxTlq0mcaXE2fmqHa~GJ4PSGSz0Ff7bnVw35bdDTrDwdSZ20Vb0iPNvyFoMqjvuU4wF1VpZrA0uev6LgFtlOonuFVL3uXEGbQZ8agcTXhmKupdBon1pMDEswzhgVsYIwWFKSFtObeFBDIIHBxPMyyT0IZplY4I6axuXvLS4QcDWZhAW~t2q3yrB2h9NZaTYUbF8QtXYf4Vp7OT-5IEg1Riwx2CpMh8Qp9Wgd6RKsP0xtuxvKcBpStXpuSy~qcACblIv10pWWOHA\\_&Key-Pair-Id=APKAJLOHF5GGSLRBV4ZA#page=8](https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/89207441/Monograph12-2018_Future_of_L-libre.pdf?1659447083=&response-content-disposition=inline%3B+filename%3DThe_Future_of_Luxury.pdf&Expires=1710244280&Signature=Oab-LQjYp0ErpE~0nWHhgm7GW7PHi0DRUMwbkWivWOUUnHLS6zP8ADCrWhco3EK9hBlfDIA7GS~vxTlq0mcaXE2fmqHa~GJ4PSGSz0Ff7bnVw35bdDTrDwdSZ20Vb0iPNvyFoMqjvuU4wF1VpZrA0uev6LgFtlOonuFVL3uXEGbQZ8agcTXhmKupdBon1pMDEswzhgVsYIwWFKSFtObeFBDIIHBxPMyyT0IZplY4I6axuXvLS4QcDWZhAW~t2q3yrB2h9NZaTYUbF8QtXYf4Vp7OT-5IEg1Riwx2CpMh8Qp9Wgd6RKsP0xtuxvKcBpStXpuSy~qcACblIv10pWWOHA_&Key-Pair-Id=APKAJLOHF5GGSLRBV4ZA#page=8)
- BCG. (2023, octubre 31). *E-commerce poised to capture 41% of global retail sales by 2027—up from just 18% in 2017*. BCG Global. <https://www.bcg.com/press/31october2023-ecommerce-global-retail-sales>

- Cabigiosu, A. (2020). An overview of the luxury fashion industry. En *Digitalization in the Luxury Fashion Industry: Strategic Branding for Millennial Consumers* (pp. 9-31). Palgrave Macmillan. [https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-48810-9\\_2](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-48810-9_2)
- CFA Program Curriculum Level I. (2020a). *Financial Reporting and Analysis: Working Capital Management*
- CFA Program Curriculum Level I. (2020b). *Fixed Income: Rating Agencies, credit rating, and their role in the debt markets.*
- Cuan, D. (2017, enero 27). *Manual de Procedimientos para la Calificación de Empresas y/o de Títulos Emitidos por Empresas*. Moody's Investors Service. <https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Calificaci%C3%B3n%20de%20Empresas.pdf>
- De Haan, J., & Amtenbrink, F. (2011, enero). *Credit rating agencies* (Working Paper, 278). De Nederlandsche Bank. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1950563](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1950563)
- Deloitte. (2023). *Global Powers of Luxury Goods. Game changing steps in luxury.* <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/presse/at-deloitte-global-powers-of-luxury-goods-2023.pdf>
- Deprés Polo, M. (2011). El comportamiento de los ratings crediticios a lo largo del ciclo. *Estabilidad Financiera*, (20), 71-91. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/11486/1/ref2004.pdf>
- Fashion Network. (2023, abril 5). *El "quiet luxury" se abre paso en la moda.* <https://es.fashionnetwork.com/news/El-quiet-luxury-se-abre-paso-en-la-moda,1503457.html>
- García, R. F., & Llorente, C. (2009, julio 1). Responsabilidad social corporativa. Una estrategia para conseguir imagen y reputación. *Icono 14*, 7 (2), 95-124. <https://icono14.net/ojs/index.php/icono14/article/view/319>
- Garre, A., & González, A. (2013). *Presentación de Moody's en ICADE: What ratings represent* [Diapositivas de Powerpoint]. Moody's Investors Service.
- Gil, C. G. (2018). Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS): una revisión crítica. *Papeles de relaciones ecosociales y cambio global*, (140), 107-118.

- Hermès International. (2022). *Universal Registration Document CSR Extract Non-Financial Performance Statement (NFPS)*. [https://assets-finance.hermes.com/s3fs-public/node/pdf\\_file/2023-04/1681832248/hermes\\_2022\\_urd\\_csr-extract\\_en.pdf](https://assets-finance.hermes.com/s3fs-public/node/pdf_file/2023-04/1681832248/hermes_2022_urd_csr-extract_en.pdf)
- Hermès International. (2023). *2023 Full Year Results*. [https://assets-finance.hermes.com/s3fs-public/node/pdf\\_file/2024-02/1707422069/hermes\\_20240209\\_pr\\_2023fullyearresults\\_va.pdf](https://assets-finance.hermes.com/s3fs-public/node/pdf_file/2024-02/1707422069/hermes_20240209_pr_2023fullyearresults_va.pdf)
- Jackson, L., & Montgomery, J. (2023, marzo 6). *If you pay attention to one trend this season, make it “quiet luxury”*. Vogue. <https://www.vogue.com/article/quiet-luxury-trend>
- López, I. G. (2020). *Desarrollo sostenible*. Editorial Elearning, SL. [https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=ZSPvDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA7&dq=Desarrollo+sostenible+lopez+ig&ots=uffigfQeDx&sig=vJT2vHqUoBJ2aBGt06lrz\\_A2LDo#v=onepage&q&f=false](https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=ZSPvDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA7&dq=Desarrollo+sostenible+lopez+ig&ots=uffigfQeDx&sig=vJT2vHqUoBJ2aBGt06lrz_A2LDo#v=onepage&q&f=false)
- Madrid, M. P. (2020, septiembre 29). *Hermès: experiencia de marca de lujo*. Desafíos del marketing. <https://www.desafiosdelmarketing.com/2020/09/29/hermes-experiencia-de-marca-de-lujo/>
- Martin Roll Business & Brand Leadership. (2020, diciembre 11). *Hermès - the strategy insights behind the iconic luxury brand*. <https://martinroll.com/resources/articles/strategy/hermes-the-strategy-behind-the-global-luxury-success/>
- McKinsey & Company and The Business of Fashion. (2023). *The State of Fashion 2024 report*. <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-fashion>
- Moody’s Investors Service. (1998). *Metodología para el rating de compañías Industriales*.
- Moody’s Investors Service. (2021). *Rating Methodology. Shipping*. <https://ratings.moodys.com/api/rmc-documents/72792>
- Moody’s Investors Service. (2023). *Rating Methodology. Retail and Apparel*. <https://ratings.moodys.com/rmc-documents/411013>
- Morales Luna, P. (2015). *Calificación crediticia, estructura de propiedad de la empresa y consejo de administración: un análisis internacional*. [Tesis Doctoral, Universidad de Burgos]. Universidad de Burgos Repositorio Institucional. [https://riubu.ubu.es/bitstream/handle/10259/51116/Morales\\_Luna.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://riubu.ubu.es/bitstream/handle/10259/51116/Morales_Luna.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

- Morales, F. C. (2021, agosto 17). *Crecimiento orgánico*. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/crecimiento-organico.html>
- Naciones Unidas (2015, septiembre 25). *La Asamblea General adopta la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible*. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/2015/09/la-asamblea-general-adopta-la-agenda-2030-para-el-desarrollo-sostenible/>
- Naciones Unidas. (s.f.). *Desafíos Globales: Población*. <https://www.un.org/es/global-issues/population>
- Okonkwo, U. (2016). *Luxury fashion branding: trends, tactics, techniques*. Palgrave Macmillan. [https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=a\\_6CublRtYwC&oi=fnd&pg=PR7&dq=Luxury+fashion+branding:+trends,+tactics,+techniques+okonkwo&ots=9eddoClneb&sig=kBKAP8AAxTaPi7gTA6Az1WFfib8#v=onepage&q=Luxury%20fashion%20branding%3A%20trends%2C%20tactics%2C%20techniques%20okonkwo&f=false](https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=a_6CublRtYwC&oi=fnd&pg=PR7&dq=Luxury+fashion+branding:+trends,+tactics,+techniques+okonkwo&ots=9eddoClneb&sig=kBKAP8AAxTaPi7gTA6Az1WFfib8#v=onepage&q=Luxury%20fashion%20branding%3A%20trends%2C%20tactics%2C%20techniques%20okonkwo&f=false)
- Parlamento Europeo. (2020, diciembre 29). *El impacto de la producción textil y de los residuos en el medio ambiente*. <https://www.europarl.europa.eu/topics/es/article/20201208STO93327/el-impacto-de-la-produccion-textil-y-de-los-residuos-en-el-medio-ambiente>
- Publicis Experiences. (s.f.). *Millennials & the new luxury*. [https://www.publicisxp.com/whitepapers/PublicisXP\\_GenYAndTheNewLuxury.pdf](https://www.publicisxp.com/whitepapers/PublicisXP_GenYAndTheNewLuxury.pdf)
- Real Academia de la Lengua Española (2024). *Lujo*. <https://dle.rae.es/lujo>
- S&P Global Ratings. (2019, Agosto 7). *Sovereign Ratings list*. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/190807-sovereign-ratings-list-11099434>
- Scofield, M. (2022, julio 2). *Historia de un icono o cómo el bolso Kelly de Hermès sigue siendo uno de los bolsos de lujo más buscados*. Harper's Bazaar. <https://www.harpersbazaar.com/es/moda/tendencias/a39952657/bolso-kelly-hermes-historia-lujo-conseguir/>
- Thériault, A. (2023, enero 16). *Richest 1% bag nearly twice as much wealth as the rest of the world put together over the past two years*. Oxfam International. <https://www.oxfam.org/en/press-releases/richest-1-bag-nearly-twice-much-wealth-rest-world-put-together-over-past-two-years>
- UBS (2022a). *ESG Risk Radar. European Apparel Retail*. Global Research UBS.

UBS (2022b). *Global Sustainability. Around the World in ESG*. Global Research and Evidence Lab UBS.

UBS (2023). *European Luxury ESG Company Radars*. Global Research and Evidence Lab UBS.

UBS NEO. (s.f.). <https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/ubs-neo/about-neo-trading.html>

Wang, S. (2023). The Impact of Scarcity Marketing Models on Consumer Behavior in the Luxury Industry-The Case of Hermès. *Highlights in Business, Economics and Management*, 19, 374-379. <https://doi.org/10.54097/hbem.v19i.11937>

Xu, Q. (2020). A study of the marketing strategies of high-end luxury brands: The case of Hermes. *Proceedings of the 2020 2nd International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2020)*, 150, 462-467. <https://www.atlantis-press.com/proceedings/icemci-20/125947124>

## Anexos

### Anexo I: Cuenta de resultados de Hermès

<b>Hermès – Cuenta de resultados</b>								
<b>P&amp;L</b>								
€M	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Revenues</b>	<b>6.883</b>	<b>6.389</b>	<b>8.982</b>	<b>11.602</b>	<b>13.427</b>	<b>15.121</b>	<b>16.719</b>	<b>18.148</b>
<i>chg</i>		(7,2)%	40,6%	29,2%	15,7%	12,6%	10,6%	8,5%
COGS	(2.125)	(2.013)	(2.580)	(3.389)	(3.719)			
<b>Gross profit</b>	<b>4.759</b>	<b>4.376</b>	<b>6.402</b>	<b>8.213</b>	<b>9.708</b>	<b>10.797</b>	<b>11.954</b>	<b>13.012</b>
<i>chg</i>		(8,0)%	46,3%	28,3%	18,2%	11,2%	10,7%	8,9%
<i>margin</i>	69,1%	68,5%	71,3%	70,8%	72,3%			
Operating expenses (ex-D&A)	(1.972)	(1.881)	(2.311)	(2.912)	(3.386)			
<i>chg</i>	+16%	-5%	+23%	+26%	+16%			
Extraordinary items	0	91	0	0	0			
<b>EBITDA</b>	<b>2.787</b>	<b>2.587</b>	<b>4.091</b>	<b>5.301</b>	<b>6.322</b>	<b>7.077</b>	<b>7.979</b>	<b>8.781</b>
<i>chg</i>		(7,2)%	58,2%	29,6%	19,3%	11,9%	12,7%	10,1%
<i>margin</i>	40,5%	40,5%	45,5%	45,7%	47,1%			
D&A	(448)	(514)	(561)	(604)	(671)			
<b>EBIT</b>	<b>2.339</b>	<b>2.073</b>	<b>3.530</b>	<b>4.697</b>	<b>5.651</b>	<b>6.291</b>	<b>7.093</b>	<b>7.801</b>
<i>chg</i>		(11,4)%	70,3%	33,1%	20,3%	11,3%	12,8%	10,0%
<i>margin</i>	34,0%	32,4%	39,3%	40,5%	42,1%			
Financial income	19	11	12	67	277			
Financial costs	2	(4)	1	(2)	0			
<i>Net income/(loss) from hedging</i>	3	(2)	1	1	1			
<i>Cost of debt</i>	(1)	(1)	0	(3)	(1)			
Lease interest	(24)	(29)	(32)	(43)	(50)			
Other financial costs	(65)	(64)	(76)	(84)	(37)			
<b>Net financial income</b>	<b>(69)</b>	<b>(86)</b>	<b>(95)</b>	<b>(62)</b>	<b>190</b>	203	250	332
<b>EBT</b>	<b>2.270</b>	<b>1.986</b>	<b>3.435</b>	<b>4.635</b>	<b>5.841</b>	<b>6.494</b>	<b>7.343</b>	<b>8.133</b>
<i>chg</i>		(12,5)%	72,9%	34,9%	26,0%	11,2%	13,1%	10,8%
Income taxes	(751)	(613)	(1.015)	(1.305)	(1.623)			
<i>Tax rate</i>	33,1%	30,9%	29,5%	28,2%	27,8%			
Net income from associates	16	16	34	50	105			
Minorities	(7)	(4)	(8)	(13)	(12)			
<b>Net income</b>	<b>1.528</b>	<b>1.386</b>	<b>2.446</b>	<b>3.367</b>	<b>4.311</b>	<b>4.794</b>	<b>5.419</b>	<b>5.999</b>
<i>chg</i>		(9,3)%	76,5%	37,7%	28,0%	11,2%	13,0%	10,7%
<i>margin</i>	22,2%	21,7%	27,2%	29,0%	32,1%			
EPS	14,66	13,27	23,37	32,20	41,19	45,80	51,77	57,32
<i>chg</i>		(9,5)%	76,2%	37,8%	27,9%	11,2%	13,0%	10,7%
<b>EPS (diluted)</b>	<b>14,55</b>	<b>13,21</b>	<b>23,30</b>	<b>32,09</b>	<b>41,12</b>	<b>45,73</b>	<b>51,68</b>	<b>57,22</b>
<i>chg</i>	+8%	-9,2%	76,4%	37,7%	28,2%	11,2%	13,0%	10,7%
<b>DPS</b>	<b>4,55</b>	<b>4,55</b>	<b>8,00</b>	<b>13,00</b>	<b>25,00</b>	<b>18,29</b>	<b>20,67</b>	<b>22,89</b>
<i>chg</i>		0,0%	75,8%	62,5%	92,3%	(26,8)%	13,0%	10,7%
<i>Pay-out ratio</i>	31%	37%	34%	41%	61%			
Weighted avg # shares	104	104	105	105	105			
Fully diluted # shares	105	105	105	105	105			

Fuentes: elaboración y análisis propio con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por la Compañía

## Anexo II: Balance de situación de Hermès y sus principales métricas

<b>Balance de situación</b>					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Goodwill	16	42	42	0	72
Intangible assets	184	221	258	213	225
Lease assets	954	1.446	1.517	1.582	1.716
PPE	1.542	1.646	1.881	2.007	2.340
Investment property	78	73	9	8	7
Financial assets	357	368	617	1.109	1.141
Investment in associates	79	49	51	54	200
Loans & deposits	58	56	59	65	70
Deferred tax assets	511	475	546	555	631
Other non-current assets	11	24	22	38	36
<b>Non-current assets</b>	<b>3.791</b>	<b>4.401</b>	<b>5.002</b>	<b>5.631</b>	<b>6.438</b>
Inventories and WIP	1.133	1.289	1.449	1.779	2.414
Trade & other receivables	318	250	333	383	431
Current tax receivables	21	64	58	19	51
Other current assets	199	193	257	262	300
Derivative financial instruments	37	121	53	160	188
Cash & cash equivalents	4.384	4.733	6.696	9.225	10.625
<b>Current assets</b>	<b>6.091</b>	<b>6.650</b>	<b>8.846</b>	<b>11.828</b>	<b>14.009</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>9.881</b>	<b>11.051</b>	<b>13.848</b>	<b>17.459</b>	<b>20.447</b>
Share capital	54	54	54	54	54
Share premium	50	50	50	50	50
Treasury notes	(509)	(464)	(551)	(674)	(698)
Reserves	5.256	6.212	7.142	8.795	10.742
Foreign currency adjustment	139	38	178	303	189
Financial instruments inc in Equity	51	106	83	546	553
Net income attributable to owners	1.528	1.385	2.445	3.367	4.311
<b>Shareholder equity</b>	<b>6.568</b>	<b>7.380</b>	<b>9.401</b>	<b>12.441</b>	<b>15.201</b>
Minorities	8	11	12	16	2
<b>TOTAL EQUITY</b>	<b>6.576</b>	<b>7.391</b>	<b>9.413</b>	<b>12.457</b>	<b>15.203</b>
Borrowings	30	18	24	35	50
Lease liabilities	896	1.448	1.529	1.629	1.720
Provisions	29	22	26	30	31
Post-employment and other benefit obligations	270	275	220	181	151
Deferred tax liabilities	25	22	15	20	2
Other non-current liabilities	33	36	45	103	106
<b>Non-current liabilities</b>	<b>1.282</b>	<b>1.821</b>	<b>1.859</b>	<b>1.998</b>	<b>2.060</b>
Borrowings	21	25	1	2	1
Current Lease liabilities	196	196	248	268	289
Provisions	101	100	115	133	134
Post-employment and other benefit obligations	18	28	40	15	16
Trade & other payables	480	448	535	777	880
Derivative financial instruments	47	29	122	74	45
Current tax liabilities	360	218	347	496	586
Other current liabilities	800	795	1.168	1.239	1.233
<b>Current liabilities</b>	<b>2.024</b>	<b>1.839</b>	<b>2.576</b>	<b>3.004</b>	<b>3.184</b>
<b>TOTAL EQUITY &amp; LIABILITY</b>	<b>9.881</b>	<b>11.050</b>	<b>13.848</b>	<b>17.459</b>	<b>20.447</b>

Fuentes: elaboración y análisis propio con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por la Compañía

### Anexo III: Estado de Flujo de Caja de Hermès

<b>Estado de Flujo de Caja</b>					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Net income, attributable		1.386	2.446	3.367	4.311
D&A		271	312	341	772
Depreciation of ROUA		243	251	266	
Impairment losses		54	65	123	
Mark-to-market value of derivatives		1	(1)	0	0
FX gains/(losses)		30	(46)	12	56
Change in provisions		26	28	12	15
Net income from associates		(16)	(34)	(50)	(105)
Net income, minorities		4	8	13	12
Capital gains/(losses) on disposals		(90)	(4)	(1)	(14)
Deferred tax		5	(15)	(16)	(14)
Accrued expenses and income related to share-based pmts		79	59	55	104
Dividend income		(0)	(10)	(11)	(12)
Other		(0)	0	0	(2)
Change in working capital		(350)	346	73	(794)
<b>Cash flow from operations</b>		<b>1.643</b>	<b>3.405</b>	<b>4.184</b>	<b>4.329</b>
Capex, net		(448)	(532)	(518)	(859)
Purchases of financial assets		(36)	(198)	(165)	(52)
Fixed assets payables		11	6	32	93
Proceeds from sales of operating assets		0	3	1	0
Proceeds from sales of other financial assets		13	6	5	0
Dividends received		21	47	67	112
Disposals / (acquisitions) of consolidated shares & impact of losses of control		10	0	(1)	(289)
<b>Cash flow from investing</b>		<b>(430)</b>	<b>(668)</b>	<b>(579)</b>	<b>(995)</b>
Dividends paid		(490)	(490)	(852)	(1.386)
Repayment of lease liabilities		(199)	(212)	(261)	(277)
Purchase of treasury shares		(122)	(158)	(123)	(130)
New borrowings		8	0	0	0
Repayment of borrowings		(8)	(8)	0	(1)
Other equity rises/(reductions)		0	0	0	0
FX impact		(55)	95	160	(140)
<b>Cash flow from financing</b>		<b>(865)</b>	<b>(773)</b>	<b>(1.076)</b>	<b>(1.934)</b>
Beginning of Cash & cash equivalents		4.384	4.733	6.696	9.225
<b>Total Cash Flow</b>		<b>349</b>	<b>1.963</b>	<b>2.529</b>	<b>1.400</b>
Ending of Cash & cash equivalents		4.733	6.696	9.225	10.625

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO

€M	2019	2020	2021	2022	2023
Inventories	1.133	1.289	1.449	1.779	2.414
Trade receivables	318	250	333	383	431
Trade payables	480	448	535	777	880
<i>Inventories chg</i>		13,8%	12,4%	22,8%	35,7%
<i>Trade receivables chg</i>		(21,5)%	33,4%	15,0%	12,5%
<i>Trade payables chg</i>		(6,7)%	19,4%	45,2%	13,3%
Inventories (days)	60	74	59	56	66
Trade receivables (days)	17	14	14	12	12
Trade payables (days)	25	26	22	24	24
Working capital (days)	51	62	51	44	53
Net working capital	970	1.091	1.247	1.385	1.965
<i>chg</i>		12,5%	14,3%	11,1%	41,9%
Debt	50	43	25	37	51
Cash & cash equivalents	4.384	4.733	6.696	9.225	10.625
<b>Net debt / (cash)</b>	<b>(4.334)</b>	<b>(4.690)</b>	<b>(6.671)</b>	<b>(9.188)</b>	<b>(10.574)</b>

Fuentes: elaboración y análisis propio con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por la Compañía

## Anexo IV: Evolución de ingresos por geografía de Hermès

Ingresos por geografía					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Europa	2.069	1.573	2.141	2.600	3.093
Francia	867	620	838	1.064	1.274
Europa ex-Francia	1.202	953	1.303	1.536	1.819
APAC	3.454	3.749	5.228	6.657	7.533
Japón	864	834	977	1.101	1.260
Asia ex-Japón	2.590	2.915	4.251	5.556	6.273
América	1.241	959	1.458	2.138	2.502
Otras regiones	120	108	155	207	299
<b>Total</b>	<b>6.883</b>	<b>6.389</b>	<b>8.982</b>	<b>11.602</b>	<b>13.427</b>
<i>chg</i>					
Europa		(24,0)%	36,1%	21,4%	19,0%
Francia		(28,6)%	35,2%	27,0%	19,7%
Europa ex-Francia		(20,7)%	36,7%	17,9%	18,4%
APAC		8,6%	39,4%	27,3%	13,2%
Japón		(3,5)%	17,2%	12,7%	14,4%
Asia ex-Japón		12,6%	45,8%	30,7%	12,9%
América		(22,7)%	52,0%	46,6%	17,0%
Otras regiones		(9,8)%	43,4%	33,5%	44,4%
<b>Total</b>		<b>(7,2)%</b>	<b>40,6%</b>	<b>29,2%</b>	<b>15,7%</b>

Fuentes: elaboración y análisis propio con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por la Compañía

## Anexo V: Evolución del número de empleados de Hermès

Número de empleados				
	2019	2020	2021	2022
<b>By region</b>				
Francia	9.522	10.383	10.969	12.360
Europa ex-Francia	1.652	1.938	1.960	2.092
Japón		2.375	2.675	2.954
Asia ex-Japón		827	842	900
América		1.077	1.149	1.380
Otras regiones	4.243			
<b>Total</b>	<b>15.417</b>	<b>16.600</b>	<b>17.595</b>	<b>19.686</b>
<i>as % of total</i>				
Francia	61,8%	62,5%	62,3%	62,8%
Europa ex-Francia	10,7%	11,7%	11,1%	10,6%
Japón		14,3%	15,2%	15,0%
Asia ex-Japón		5,0%	4,8%	4,6%
América		6,5%	6,5%	7,0%
Otras regiones	27,5%			
<i>Total</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>

Fuentes: elaboración y análisis propio con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por la Compañía

## Anexo VI: Evolución de la propiedad de Hermès

<b>Accionistas</b>				
	2019	2020	2021	2022
<i>% de la propiedad</i>				
H51	54,2%	54,2%	54,3%	54,3%
H2	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Otros miembros de la familia Hermès	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%
<b>Total Hermès grupo familiar</b>	<b>66,6%</b>	<b>66,6%</b>	<b>66,6%</b>	<b>66,6%</b>
Semyrhamis	1,7%	1,7%		
Arnault grupo familiar	0,2%	0,2%	1,9%	1,9%
Total Arnault grupo familiar	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
<i>Free float</i>	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<i>% de derechos de voto</i>				
<b>Total Hermès grupo familiar</b>	<b>76,2%</b>	<b>75,9%</b>	<b>75,9%</b>	<b>76,2%</b>
Total Arnault grupo familiar	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<i>Free float</i>	22,7%	23,0%	23,0%	22,7%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuentes: elaboración y análisis propio con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por la Compañía

## Anexo VII: Evolución de las líneas de negocio de Hermès y el *peer group*

### a) *Hermès*

#### **Hermès** - Línea de negocio

Ingresos por línea de negocio					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Productos de cuero y guarnicionería	3.414	3.209	4.091	4.963	5.547
Ropa lista para llevar y accesorios de moda	1.574	1.409	2.219	3.152	3.879
Seda y textiles	593	452	669	842	932
Otros sectores de Hermès	525	643	1.001	1.371	1.653
Perfumes y belleza	326	263	385	448	492
Relojes	193	196	337	519	611
Otros productos	258	218	280	307	313
<b>Total</b>	<b>6.883</b>	<b>6.389</b>	<b>8.982</b>	<b>11.602</b>	<b>13.427</b>
<i>% sobre ingresos totales</i>					
<i>Productos de cuero y guarnicionería</i>	49,6%	50,2%	45,5%	42,8%	41,3%
<i>Ropa lista para llevar y accesorios de moda</i>	22,9%	22,1%	24,7%	27,2%	28,9%
<i>Seda y textiles</i>	8,6%	7,1%	7,4%	7,3%	6,9%
<i>Otros sectores de Hermès</i>	7,6%	10,1%	11,1%	11,8%	12,3%
<i>Perfumes y belleza</i>	4,7%	4,1%	4,3%	3,9%	3,7%
<i>Relojes</i>	2,8%	3,1%	3,8%	4,5%	4,6%
<i>Otros productos</i>	3,8%	3,4%	3,1%	2,6%	2,3%

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por Hermès

### b) *LVMH*

#### **LVMH** - Línea de negocio

Ingresos por línea de negocio					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Vinos y licores	5.576	4.755	5.974	7.099	6.602
Productos de cuero y moda	22.237	21.207	30.896	38.648	42.169
Perfumes y belleza	6.835	5.248	6.608	7.722	8.271
Relojes y joyería	4.405	3.356	8.964	10.581	10.902
Venta minorista selectiva	14.791	10.155	11.754	14.852	17.885
Otras actividades y eliminaciones	(174)	(70)	19	282	324
<b>Total</b>	<b>53.670</b>	<b>44.651</b>	<b>64.215</b>	<b>79.184</b>	<b>86.153</b>
<i>% sobre ingresos totales</i>					
<i>Vinos y licores</i>	10,4%	10,6%	9,3%	9,0%	7,7%
<i>Productos de cuero y moda</i>	41,4%	47,5%	48,1%	48,8%	48,9%
<i>Perfumes y belleza</i>	12,7%	11,8%	10,3%	9,8%	9,6%
<i>Relojes y joyería</i>	8,2%	7,5%	14,0%	13,4%	12,7%
<i>Venta minorista selectiva</i>	27,6%	22,7%	18,3%	18,8%	20,8%
<i>Otras actividades y eliminaciones</i>	(0,3)%	(0,2)%	0,0%	0,4%	0,4%

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por LVMH

c) **Richemont**

**Richemont - Línea de negocio**

<b>Ingresos por línea de negocio</b>					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Joyería	7.083	7.217	7.459	11.083	13.427
Fabricantes de relojes especializados	2.980	2.859	2.247	3.435	3.875
Distribuidores <i>online</i>	2.105	2.427	2.197	2.788	
Otros ( <i>incluyendo Montblanc</i> )	1.881	1.788	1.345	2.056	2.651
<i>Eliminaciones entre segmentos</i>	(60)	(53)	(104)	(181)	
<b>Total</b>	<b>13.989</b>	<b>14.238</b>	<b>13.144</b>	<b>19.181</b>	<b>19.953</b>
<b>% sobre ingresos totales</b>					
Joyería	50,6%	50,7%	56,7%	57,8%	67,3%
Fabricantes de relojes especializados	21,3%	20,1%	17,1%	17,9%	19,4%
Distribuidores <i>online</i>	15,0%	17,0%	16,7%	14,5%	0,0%
Otros ( <i>incluyendo Montblanc</i> )	13,4%	12,6%	10,2%	10,7%	13,3%
<i>Eliminaciones entre segmentos</i>	(0,4)%	(0,4)%	(0,8)%	(0,9)%	0,0%

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por Richemont

d) **Kering**

**Kering - Línea de negocio**

<b>Ingresos por línea de negocio</b>					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Gucci	9.628	7.441	9.731	10.487	9.873
Saint Laurent	2.049	1.744	2.521	3.300	3.179
Bottega Veneta	1.168	1.210	1.503	1.740	1.645
Otras marcas	2.538	2.281	3.265	3.874	3.514
Gafas y corporativo de Kering	596	487	733	1.139	1.568
<i>Eliminaciones entre segmentos</i>	(95)	(63)	(107)	(189)	(213)
<b>Total</b>	<b>15.884</b>	<b>13.100</b>	<b>17.645</b>	<b>20.351</b>	<b>19.566</b>
<b>% sobre ingresos totales</b>					
Gucci	60,6%	56,8%	55,1%	51,5%	50,5%
Saint Laurent	12,9%	13,3%	14,3%	16,2%	16,2%
Bottega Veneta	7,4%	9,2%	8,5%	8,5%	8,4%
Otras marcas	16,0%	17,4%	18,5%	19,0%	18,0%
Gafas y corporativo de Kering	3,8%	3,7%	4,2%	5,6%	8,0%
<i>Eliminaciones entre segmentos</i>	(0,6)%	(0,5)%	(0,6)%	(0,9)%	(1,1)%

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por Kering

## Anexo VIII: Principales métricas de los estados financieros del *peer group*

### a) LVMH

#### LVMH - Estados financieros

P&L								
€M	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Revenues</b>	<b>53.670</b>	<b>44.651</b>	<b>64.215</b>	<b>79.184</b>	<b>86.153</b>	<b>88.986</b>	<b>94.120</b>	<b>99.440</b>
<i>chg</i>		(16,8)%	40,6%	29,2%	15,7%	12,6%	10,6%	8,5%
<b>EBITDA</b>	<b>16.381</b>	<b>14.025</b>	<b>22.992</b>	<b>27.227</b>	<b>29.737</b>	<b>30.059</b>	<b>31.929</b>	<b>34.183</b>
<i>chg</i>		(14,4)%	63,9%	18,4%	9,2%			
<i>margin</i>	30,5%	31,4%	35,8%	34,4%	34,5%			
<b>Cost of net financial debt</b>	<b>(107)</b>	<b>(35)</b>	<b>41</b>	<b>(17)</b>	<b>(367)</b>			
<b>EBT</b>	<b>10.714</b>	<b>7.364</b>	<b>17.208</b>	<b>20.113</b>	<b>21.625</b>			
<i>chg</i>		(31,3)%	133,7%	16,9%	7,5%			
<i>margin</i>	20,0%	16,5%	26,8%	25,4%	25,1%			
<b>Net income</b>	<b>7.171</b>	<b>4.702</b>	<b>12.036</b>	<b>14.084</b>	<b>15.174</b>			
<i>chg</i>		(34,4)%	156,0%	17,0%	7,7%			
<i>margin</i>	13,4%	10,5%	18,7%	17,8%	17,6%			

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por LVMH

#### Balance de situación

€M	2019	2020	2021	2022	2023
Cash & cash equivalents	5.673	19.963	8.021	7.300	7.774
<i>Long-term Debt</i>	5.101	14.065	12.165	10.380	11.227
<i>Short-term Debt</i>	7.610	10.638	8.075	9.359	10.680
Debt	12.711	24.703	20.240	19.739	21.907
<i>Net debt / EBITDA</i>	0,4x	0,3x	0,5x	0,5x	0,5x
Dividends paid by the Company	3.119	2.317	3.527	6.024	6.251
<i>Dividends paid / Net Income (%)</i>	43,5%	49,3%	29,3%	42,8%	41,2%

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por LVMH

b) *Richemont*

**Richemont - Estados financieros**

<b>P&amp;L</b>								
€M	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Revenues</b>	<b>13.989</b>	<b>14.238</b>	<b>13.144</b>	<b>19.181</b>	<b>19.953</b>	<b>20.562</b>	<b>21.658</b>	<b>22.996</b>
<i>chg</i>		1,8%	40,6%	29,2%	15,7%	12,6%	10,6%	8,5%
<b>EBITDA</b>	<b>2.755</b>	<b>3.010</b>	<b>3.000</b>	<b>4.943</b>	<b>6.504</b>	<b>6.558</b>	<b>6.843</b>	<b>7.706</b>
<i>chg</i>		9,3%	(0,3)%	64,8%	31,6%			
<i>margin</i>	19,7%	21,1%	22,8%	25,8%	32,6%			
<b>Cost of net financial debt</b>	<b>(151)</b>	<b>(118)</b>	<b>(150)</b>	<b>(162)</b>	<b>(226)</b>			
<b>EBT</b>	<b>3.168</b>	<b>1.198</b>	<b>1.515</b>	<b>2.577</b>	<b>4.758</b>			
<i>chg</i>		(62,2)%	26,5%	70,1%	84,6%			
<i>margin</i>	22,6%	8,4%	11,5%	13,4%	23,8%			
<b>Net income</b>	<b>2.784</b>	<b>933</b>	<b>1.301</b>	<b>2.074</b>	<b>3.923</b>			
<i>chg</i>		(66,5)%	39,4%	59,4%	89,2%			
<i>margin</i>	19,9%	6,6%	9,9%	10,8%	19,7%			

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por Richemont

<b>Balance de situación</b>					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Cash & cash equivalents	5.060	4.462	7.877	9.877	10.936
<i>Long-term Debt</i>	3.984	3.951	5.937	5.948	5.954
<i>Short-term Debt</i>	363	1	0	1	1
<b>Debt</b>	<b>4.347</b>	<b>3.952</b>	<b>5.937</b>	<b>5.949</b>	<b>5.955</b>
<i>Net debt / EBITDA</i>	<i>(0,3)x</i>	<i>(0,2)x</i>	<i>(0,6)x</i>	<i>(0,8)x</i>	<i>(0,8)x</i>
<b>Dividends paid by the Company</b>	<b>926</b>	<b>1.017</b>	<b>529</b>	<b>1.041</b>	<b>1.851</b>
<i>Dividends paid / Net Income (%)</i>	<i>33,3%</i>	<i>109,0%</i>	<i>40,7%</i>	<i>50,2%</i>	<i>47,2%</i>

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por Richemont

c) *Kering*

**Kering - Estados financieros**

<b>P&amp;L</b>								
€M	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Revenues</b>	<b>15.884</b>	<b>13.100</b>	<b>17.645</b>	<b>20.351</b>	<b>19.566</b>	<b>20.328</b>	<b>21.665</b>	<b>23.073</b>
<i>chg</i>		(17,5)%	40,6%	29,2%	15,7%	12,6%	10,6%	8,5%
<b>EBITDA</b>	<b>5.855</b>	<b>4.737</b>	<b>6.251</b>	<b>7.061</b>	<b>6.466</b>	<b>6.461</b>	<b>7.272</b>	<b>8.045</b>
<i>chg</i>		(19,1)%	31,9%	13,0%	(8,4)%			
<i>margin</i>	36,9%	36,2%	35,4%	34,7%	33,0%			
<b>Cost of net financial debt</b>	<b>(52)</b>	<b>(43)</b>	<b>(38)</b>	<b>(47)</b>	<b>(108)</b>			
<b>EBT</b>	<b>4.300</b>	<b>2.957</b>	<b>4.524</b>	<b>5.135</b>	<b>4.233</b>			
<i>chg</i>		(31,2)%	53,0%	13,5%	(17,6)%			
<i>margin</i>	27,1%	22,6%	25,6%	25,2%	21,6%			
<b>Net income</b>	<b>2.167</b>	<b>2.160</b>	<b>3.165</b>	<b>3.613</b>	<b>2.983</b>			
<i>chg</i>		(0,3)%	46,5%	14,2%	(17,4)%			
<i>margin</i>	13,6%	16,5%	17,9%	17,8%	15,2%			

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por Kering

<b>Balance de situación</b>					
€M	2019	2020	2021	2022	2023
Cash & cash equivalents	2.286	3.443	5.249	4.336	3.922
<i>Long-term Debt</i>	3.122	3.815	2.976	4.347	10.026
<i>Short-term Debt</i>	1.976	1.776	2.442	2.295	2.400
<b>Debt</b>	<b>5.098</b>	<b>5.592</b>	<b>5.417</b>	<b>6.642</b>	<b>12.426</b>
<i>Net debt / EBITDA</i>	0,5x	0,5x	0,0x	0,3x	1,3x
<b>Dividends paid by the Company</b>	<b>1.320</b>	<b>1.000</b>	<b>998</b>	<b>1.483</b>	<b>1.712</b>
<i>Dividends paid / Net Income (%)</i>	60,9%	46,3%	31,5%	41,0%	57,4%

Fuentes: elaboración propia con datos de UBS NEO y los estados financieros publicados por Kering