

Stand 15.08.2023

## Robuste Gewinnmaschine der Extraklasse

Geschäftszahlen Q2/H1 2023



- Branchenprimus mit starkem Wachstum ohne Schwachpunkte
- Free Cash Flow-Marge auf dem Niveau von Apple und Google
- Makellose Bilanz mit über 80% Eigenkapitalquote

Robuste Gewinnmaschinen der Extraklasse übertrumpfen selbst ihre besten Wettbewerber dauerhaft. Eine dieser wenigen, alles überragenden Firmen ist das französische Luxusgüterunternehmen Hermès. Seit Jahrzehnten stellt Hermès die Rivalen in den Schatten. Nicht einmal LVMH, ebenfalls eine Weltklassefirma, kann mit Hermès Schritt halten. Andere Wettbewerber wie Kering und Richemont hinken noch weiter hinterher. Das zeigt folgender Vergleich:

Hermès ist im zweiten Quartal 2023 (Q2) mit einem organischen Wachstum von 27,5% auf 3,32 Mrd. EUR gewachsen (H1 25,2% auf 6,7 Mrd. EUR). Damit lässt der Hersteller der berühmten Kelly Bag und Birkin Bag den Rest der Branche wie so oft weit hinter sich: LVMH hat um 17% zugelegt (Q2 und H1), Kering in Q2 sogar nur +3% und +2% in H1. Während Kering also insgesamt nur mäßig zulegen konnte (Kering bleibt meist hinter den Top-Firmen Hermès und LVMH zurück), fallen bei LVMH trotz des starken Wachstums auf der Top Line Schwachpunkte ins Auge (dito bei Richemont), wie etwa ein recht mauer US-Absatz und das vereinzelt zurückbleibende Absatztempo bei einzelnen Produktsegmenten, wie z.B. bei Alkoholgetränken und bei kleineren Retail-Marken.

Bei Hermès hingegen gibt es weder regional noch bei den verschiedenen Produktsegmenten eine Schwäche. Im Gegenteil, die Absatzstärke zieht sich durch alle Märkte und Segmente. Das größte Konzerngeschäft mit Lederwaren (über 40% des Konzernumsatzes) wuchs in Q2 organisch mit 23% (H1 +20,8%), das

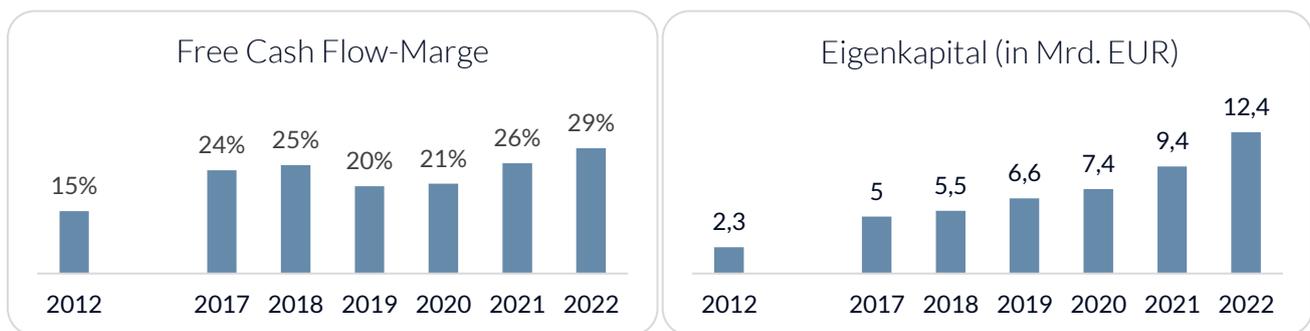
### Qualität als langfristiger Performancetreiber



Performance-Chart auf EUR-Basis (logarithmiert) im Zeitraum 03.01.2000 bis 16.08.2023 | Quelle: Morningstar | Stand der Daten: 16.08.2023

zweitgrößte Geschäftsfeld „Ready-to-wear/Accessories“ 35,1% (H1 +34,8%) und alle anderen Produktsegmente steigerten ihren Umsatz in Q2 organisch im Bereich von 12% bis 26%. Die Absatzregionen sind ebenfalls zwischen +20% bis +42% gewachsen (Q2 und H1) und auch das US-Geschäft hat etwa 20% zugelegt.

Auf der Bottom Line deklassiert Hermès die Konkurrenz geradezu (die folgenden Angaben beziehen sich auf die H1-Zahlen, weil alle erwähnten Firmen ihre Margen und Bilanz nur zum Halb- und Gesamtjahr publizieren): **Mit einer operativen Marge von 44% lässt Hermès die Konkurrenz weit hinter sich.** Dies ist ein Wert, wie ihn nur sehr wenige andere Extrem-Verdiener wie z.B. Kraken-Techs wie Adobe oder Zahlungsdienstleister wie Mastercard erreichen. Lediglich Margen-Weltmeister Visa liegt mit einer operativen Marge von in der Regel um die 65% nochmals deutlich über diesen Extrem-Werten. Weit abgeschlagen dahinter folgen LVMH mit einer operativen Marge von 27,4% und Kering mit 27%. **Bei der Free Cash Flow-Marge kommt Hermès auf rund 26%. Bereinigt um die Veränderungen des net working capital (nwc) sind es sogar 33%,**



**womit Hermès im Bereich von Mega-Kraken-Tech-Firmen wie Apple und Google liegt.** Die Differenz von sieben Prozentpunkten erklärt sich dabei aus dem größeren Lager, welches Hermès wie alle Luxusfirmen zum Bilanzstichtag am 30.6. immer hat, denn wegen der Sommerferien im Juli/August produzieren die Unternehmen im zweiten Quartal mehr, damit sie während der Urlaubszeit ihrer Sattler und Produktionsmitarbeiter im Sommer genügend fertige Produkte für den Verkauf haben. Im Lauf des dritten Quartals wird das Lager dann wieder auf Normalniveau abgebaut. **LVMH erzielte in H1 dagegen nur eine Free Cash Flow-Marge von 4,2% bzw. nwc-bereinigt 14,8%. Der um das nwc bereinigte Wert entspricht dem üblicherweise berichteten Niveau der Free Cash Flow-Marge von LVMH: Dies ist nicht einmal die Hälfte der bereinigten Free Cash Flow-Marge von Hermès!** Bei der Free Cash Flow-Generierung liegen somit Welten zwischen beiden Firmen! Kering schneidet mit einer Free Cash Flow-Marge von berichtet 2,4% bzw. nwc-bereinigt 6,5% noch schwächer ab und ist langjährig eher Margen-Durchschnitt.

**Die brillante Bilanz von Hermès ist mit das Beste, was der globale Kurszettel börsennotierter Unternehmen zu bieten hat.** Die Eigenkapitalquote beträgt stolze 81,2% (die nach IFRS 16 bilanzierten Ladenmieten herausgerechnet), die Wettbewerber liegen im soliden Bereich von um die 50% Eigenkapitalquote. Die Nettofinanzposition von Hermès beträgt 10,2 Mrd. EUR (= rund 2,5x FCF FYe), während die Wettbewerber allesamt (recht niedrige) Nettoschulden um 1x FCF ausweisen. **Allein das kurzfristige Vermögen von Hermès ist 2,5x höher als sämtliche kurz- und langfristigen Konzernverbindlichkeiten (inklusive der bilanzierten Ladenmieten).** Die Kapitalverzinsung (RoCe, FYe) erreicht beeindruckende 125%, was nur eine Handvoll börsennotierter Großfirmen schafft, nämlich die Kraken-Tech-Firmen Apple, Google oder Meta. Die Wettbewerber liegen dagegen im Bereich von soliden 10% bis sehr guten 20% (LVMH).

## Ergo: Hermès spielt in einer eigenen Liga

Das gilt ebenso für die meisten anderen Firmen in den Unternehmerfonds wie Apple, Danaher, Google, Visa, Procter & Gamble, L'Oréal, Lindt & Sprüngli, Rational, Microsoft, Adobe, Sonova oder Nestlé. Sie alle dominieren ihre jeweiligen Märkte, sie wachsen fast immer schneller als ihre Wettbewerber, und sie verdienen auch fast immer merklich bis deutlich mehr als die ebenfalls gut bis sehr gut verdienenden Wettbewerber.

Weil der Unternehmensgewinn mittel- und langfristig den Unternehmenswert determiniert, verdient man als Langfristinvestor auf mittlere und lange Sicht sehr, sehr ordentlich, und dies bei niedrigstem Risiko, weil diese Unternehmen geschäftsmodellbedingt wegen geringen Kapitalbedarfs, hoher Skaleneffekte, hoher Preissetzungsmacht und starker Marken ROBUSTE Gewinnmaschinen auch in Rezessionen sind. **Besonders langweilige robuste Gewinnmaschinen wie Procter & Gamble verdoppeln ihren Gewinn zuverlässig in etwa alle zehn Jahre; dynamische Firmen wie Google und mittlerweile auch Hermès vervier- bis verffünfachen ihren Gewinn zuverlässig in etwa alle zehn Jahre.** Deshalb verdoppelt bis verdreifacht sich der Wert eines Portfolios mit robusten Gewinnmaschinen ungefähr alle zehn Jahre oder sogar ein bisschen mehr; Inflation, Kosten sowie Steuern auf Dividenden bereits abgezogen.

Hermès ist mit seiner - auch im globalen Vergleich mit den besten der besten Firmen - herausragenden Marktpositionierung, dem robust hohen Wachstum, den mit Abstand in seiner Branche höchsten Margen, der brillanten Bilanz, der geradezu extremen Preissetzungsmacht und mit einer der stärksten Marken weltweit natürlich auch hoch bewertet, aktuell mit rund 42x FCF 2024e (LVMH rund 27x, Kering rd. 18x). Extrem-Qualität hat jedoch ihren Preis. Selbst in Baissen wie 2009, 2020 oder 2022 war Hermès nie unter 30x FCF bewertet. Und auch die „Schnäppchenbewertung“ von 30x FCF gab es in der Vergangenheit immer nur ganz kurz für ein paar Wochen auf dem Kurszettel.

### Unternehmerisch relevante Finanzkennzahlen

in Mrd. EUR / %	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatz	6,0	6,9	6,4	9,0	11,6
Organisches Wachstum (oW)	10,4%	12,4%	-6,0%	41,8%	23,4%
Bruttomarge	70,0%	69,0%	68,5%	71,3%	70,8%
Operative Marge	34,3%	34,0%	32,4%	39,3%	40,5%
Nettogewinn-Marge	23,6%	22,3%	21,7%	27,3%	29,1%
Free Cash Flow (FCF)	1,5	1,4	1,3	2,3	3,4
Free Cash Flow-Marge	25,4%	20,1%	21,2%	25,8%	29,3%
Cash Conversion Rate	103%	92%	98%	95%	101%
Nettofinanzposition	3,5	4,3	4,7	7,1	9,7
Nettofinanzposition/FCF	2,3	3,1	3,6	3,1	2,9
EK-Quote (exkl. Leasing)	73,8%	75,5%	75,9%	77,9%	81,2%
Kapitalverzinsung (RoCe)	65,2%	61,8%	51,5%	85,7%	139,4%

Quelle: Hermès Geschäftsberichte | Berechnungen Wagner & Florack | FCF bei Bedarf nwc-bereinigt

## Glossar

**CCR** = Cash Conversion Rate

**EK** = Eigenkapital

**EV** = Enterprise Value

**FCF** = Free Cash Flow. Das Nachsteuerergebnis ist nicht der Unternehmensgewinn, sondern der freie Barmittelzufluss (Free Cash Flow), da nur der FCF Abschreibungen, Betriebskapital (working capital) und Investitionen berücksichtigt. Der wirkliche Unternehmensgewinn, der Free Cash Flow, ist für uns eine maßgebliche Bezugsgröße für die Unternehmensbewertung.

**RoCe** = Return on Capital employed. Wir legen großen Wert auf eine valide und konservative Struktur der eingesetzten Kennzahlen und berechnen das RoCe daher als Free Cash Flow im Verhältnis zum Eigenkapital plus Nettofinanzschulden bzw. abzgl. Nettofinanzposition plus relevante, langfristige Rückstellungen wie Pensions- und Leasingverpflichtungen.

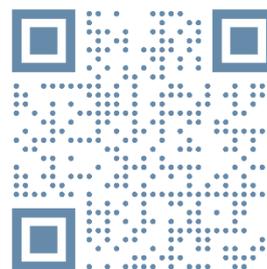
**DCF** = Discounted Cash Flow-Verfahren zur Ermittlung des Fair Values basierend auf bestimmten - in unserem Fall realistischen bis konservativen - Annahmen bezüglich der zukünftigen Ertragskraft eines Unternehmens.

## Wagner & Florack AG

Poppelsdorfer Allee 64  
53115 Bonn

Tel.: +49 (0) 228 945 95 86-0  
Fax: +49 (0) 228 945 95 86-9

[unternehmerfonds.de](http://unternehmerfonds.de)



*Disclaimer: Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen. Quelle: eigene Berechnungen. Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung. Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vollständigen Angaben des/der Fonds sind dem Verkaufsprospekt sowie der Satzung oder dem Verwaltungsreglement oder den Vertragsbedingungen, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngerer Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage eines Kaufs dar. Die genannten Unterlagen sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen erhalten Sie kostenlos in deutscher Sprache bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft/Kapitalverwaltungsgesellschaft oder Verwahrstelle sowie von den jeweiligen Vertretern in den Ländern. Stand: 15.08.2023*