



AMPLÉGEST
société de gestion

Pricing power

HERMES : Il est temps de passer à l'action

Lettre n°4 : Décembre 2014

HERMES, (« le gardien » dans la mythologie grecque), aurait pu également s'appeler VALEO (« je vais bien »), tant les deux qualificatifs correspondent à la vieille dame, née en 1837. Ce gardien d'un savoir faire unique va bien en effet, sans aucun doute ! La manufacture, que le fondateur Thierry Hermès définissait comme « une boutique au dessus de laquelle était situé l'atelier », perpétue symboliquement ce modèle au magasin du Faubourg Saint Honoré.

A une époque de mobilité exponentielle des sites de production ou des salariés, HERMES est l'une des très rares sociétés au monde où l'on parle encore d'emploi à vie. Le savoir faire des employés est tel qu'ils ne peuvent exercer quasiment que dans cette entreprise. Cela crée un lien très particulier entre les hommes et les femmes d'HERMES et leur société. Le travail artisanal restant l'ADN de la marque, il faut aujourd'hui 20 heures pour fabriquer un sac Kelly, et il faudra toujours 20 heures demain quelque soient les évolutions techniques ou humaines. HERMES ne cherche pas à réaliser de gains de productivité dans sa production, ce qui en fait un cas unique dans notre monde actuel ! Ce sont uniquement la qualité des matières premières et la quantité de travail nécessaire à l'élaboration des produits qui déterminent le coût de revient. Le diable se logeant dans les détails, il n'y a par exemple pas de barbelés dans les champs des bovins dont HERMES utilise la peau. Comme il n'est pas question d'écorcher le cuir de ces ruminants, ce sont des barrières en bois qui entourent ces terrains.

Tout le monde comprenant bien que cette société est un cas unique, comment trouver un point d'entrée pour acheter le titre Hermès ?

En tant qu'investisseur, il faut s'inspirer des employés d'HERMES, et faire preuve de la même patience qu'eux. Cette société illustre bien la démarche qui est la notre dans le fonds PRICING POWER : savoir être à l'affut pendant parfois des années et constituer une grosse position en peu de temps quand les conditions nous sont favorables. Dans le radar de notre portefeuille modèle depuis plus de trois ans, ce dossier PRICING-POWER par excellence offre une fenêtre d'entrée assez remarquable ces dernières semaines. Le titre HERMES ne cote en bourse que depuis une vingtaine d'années et LVMH s'est invité au capital il y a seulement 4 ans. Avec une progression de +29% sur les trois dernières années (à l'heure où nous écrivons) HERMES sous performe notablement des dossiers aux caractéristiques financières comparables (performance de 75% à 90% pour la plupart d'entre eux). La valeur est donc en retard, alors que la croissance du chiffre d'affaires et des profits a toujours été conforme aux prévisions optimistes. Le titre, qui était cher, revient aujourd'hui sur des niveaux de valorisation relative favorables.

Depuis quelques semaines je constate une conjonction d'éléments donnant un point d'entrée historique sur ce dossier : au delà de l'évolution de la parité EURO/DOLLAR qui est passée de 1,40 à 1,23 (de mai à décembre), il existe aujourd'hui quatre facteurs de surperformance propres au titre :

- 1) L'accord trouvé cet automne entre LVMH et HERMES va aboutir à ce que les actionnaires de LVMH touchent un dividende sous forme de titres HERMES. Cela va entraîner une augmentation du flottant du titre de 6% à 21%, soit à peu près 6 milliards d'euros négociables sur le marché. Beaucoup d'institutionnels vont désormais pouvoir s'intéresser au titre.
- 2) Pour la première fois, le groupe croît 2,5 fois plus vite que son secteur (croissance interne). Même si un taux de 11% de croissance interne est historiquement assez faible pour le groupe, il est à comparer à un taux moyen de 4% pour les autres grands groupes cotés du luxe. La rentabilité opérationnelle d'HERMES est attendue en croissance de plus de 12% contre +7% pour le secteur.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement, ni une offre pour acheter ou vendre quelques placements spécifiques. Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont partielles. Elles peuvent être subjectives et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Toutes ces données ont été établies de bonne foi sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par le commissaire aux comptes. Les personnes qui viendraient à se trouver en possession de ce présent document sont invitées à la demande d'Amplégest à se renseigner et à respecter toutes les lois et règlements applicables relatifs à la possession ou à la distribution de tels supports d'information

- 3) Les capacités de production de la société sont en hausse : 2 ouvertures de fabriques pour le cuir en 2014, autant en 2015. Il ne s'agit pas pour HERMES d'inonder la planète de ses sacs, mais plutôt de ralentir des délais d'attente qui peuvent atteindre jusqu'à 3 ans au Japon pour un sac Kelly (2 ans en occident).
- 4) La valorisation : sur différents critères d'évaluation, le titre est achetable dans la zone des 270-290 euros, que ce soit par la méthode du DCF, de l'EV/EBITDA, ou du PEG, mais aussi par la méthode des comparables.

Entre les problèmes politiques à Hong-Kong et les journées des 16 et 17 décembre durant lesquelles certaines gestions indicielles vont sortir du titre, puis d'autres en acheter, on pourrait constater une forte volatilité sur HERMES. Une baisse de l'action représenterait pour nous une occasion d'investir dans une société à très fort PRICING-POWER.

La vieille Dame de plus de 170 ans ne s'est donc pas endormie. Son image, son exclusivité, en font un dossier à part. Seule sa valorisation est un argument de vente ou d'achat du titre, sûrement pas sa capacité à fixer ses prix !

GERARD MOULIN

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement, ni une offre pour acheter ou vendre quelques placements spécifiques. Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont partielles. Elles peuvent être subjectives et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Toutes ces données ont été établies de bonne foi sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par le commissaire aux comptes. Les personnes qui viendraient à se trouver en possession de ce présent document sont invitées à la demande d'Amplégest à se renseigner et à respecter toutes les lois et règlements applicables relatifs à la possession ou à la distribution de tels supports d'information