

Resultados de Moncler S.p.A. (3Q 2023)

Resumen de resultados y mi opinión sobre su reciente caída en el precio por acción.

Tiempo de lectura: 10-15 minutos.

RESUMEN:

- Las acciones de Moncler caían un -6% el día posterior a sus resultados del 3Q 2023.
 - El equipo directivo sigue obsesionado con aumentar el valor de sus marcas largo plazo.
 - Existe cierta ralentización en el sector pero a la empresa no le afecta el cliente aspiracional y es menos cíclica de lo que se creía.
 - A 48€ se encuentra a una valoración bastante atractiva para el inversor paciente a largo plazo.
-

¡Muy buenas a todos!

Mi nombre es **Idafe González Delgado** y para aquellos que no me conozcan soy **uno de los tres integrantes que forman WorldStocks**.

Hace unos días, una de las empresas sobre la cual hemos escrito previamente en este blog, y que **ocupa un lugar destacado en nuestro *portfolio***, anunció sus resultados del tercer trimestre. Sin embargo, **el mercado reaccionó negativamente** a estos, **provocando una caída del 6%** en el valor de sus acciones. Esta compañía en cuestión es **Moncler S.p.A.**

Las preguntas que trataremos de responder son las siguientes:

¿Son tan malos los resultados? ¿Ha cambiado algo en la tesis? ¿Es momento de comprar o vender?

Si todavía no has tenido la oportunidad de revisar nuestra tesis sobre la empresa, te sugiero hacerlo, ya que **te ayudará a comprender de manera mejor todo** lo que explicaré en este artículo:

[Tesis de Inversión](#)

Antes de comenzar, me gustaría **saber si tú también eres accionista** en la compañía:

Cargando...

Por cierto, en caso de que te guste el artículo y quieras tenerlo en **formato PDF**, te dejo un **enlace** para que puedas descargarlo fácilmente:

ARTÍCULO HABLADO

Si prefieres escuchar a leer o estás ocupado y no tienes tiempo para leer el artículo, **te sugiero escuchar la versión de audio**. Contiene la misma información que la versión escrita, solo que en formato de audio.

¡Tú eliges cuál prefieres!

[Suscríbese ahora](#)

Te ofrecemos la posibilidad de escuchar el artículo mientras realizas otras actividades como ir en coche al trabajo, hacer ejercicio en el gimnasio o dar un paseo.

ARTÍCULO ESCRITO

Al igual que hice en este artículo, donde compartí mis impresiones sobre los resultados de Amazon hace unos trimestres, **quiero expresar mis reflexiones abiertamente a todos nuestros suscriptores** en relación a **los resultados de Moncler**.

Una lección que he aprendido en mis primeras etapas como inversor es que **el mercado no siempre tiene la razón**. Es **fundamental desarrollar una opinión propia acerca de cada una de las empresas** en las que invertimos.

Esto no implica que el mercado sea ignorante y que constantemente infravalore las empresas. Más bien, en ocasiones, **el mercado solo enfoca con la lupa del corto plazo** y pasa por alto aspectos importantes en el largo plazo. Es en esos momentos donde los inversores pacientes con una mentalidad empresarial **pueden encontrar oportunidades**.

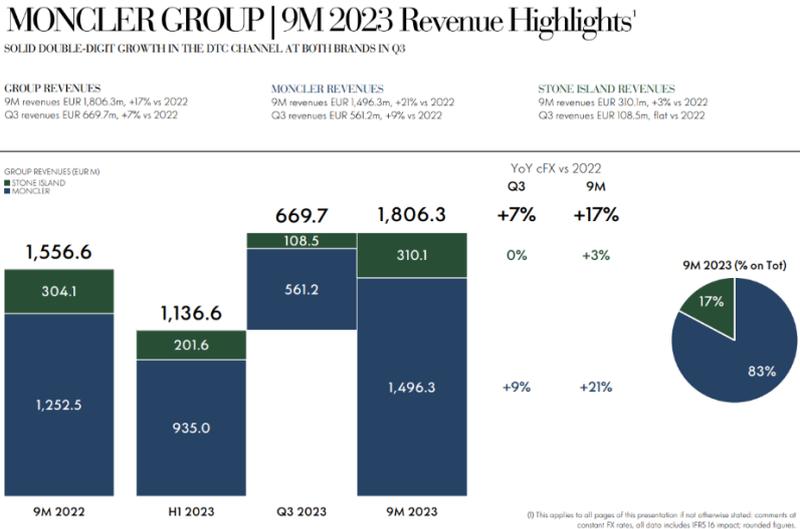
LOS NÚMEROS

REVENUES

GRUPO MONCLER

En relación a la parte cuantitativa, **Moncler crece en Top Line al +7%** con respecto al Q3 2022, y un **+17% con respecto a los 9 meses** del año pasado. Específicamente, la **marca Moncler crece al +9%** en relación al Q3 2022, mientras que Stone Island ha mantenido sus cifras sin mostrar crecimiento en este período. Si hacemos una comparativa con respecto a los primeros 9 meses del año, **Moncler crece al +21% y Stone Island al +3% YoY**.

- Actualmente, **Moncler pesa entorno al 83% de las ventas del grupo y Stone Island el 17% restante.**



MONCLER

Hablando de los ingresos geográficos de la marca Moncler, **Asia muestra un impresionante crecimiento del 22%**. Este aumento se debe en gran medida a la comparativa con el año

anterior, cuando China estaba experimentando cierres debido al COVID. Además, también destacan un **sólido rendimiento en los mercados de Japón y Corea**.

Según comentan en la *Call*, **los resultados de los clientes con nacionalidad china han sido positivos**, lo que se atribuye al **aumento significativo del flujo de turistas** en la región de APAC. También se ha destacado que durante el tercer y segundo trimestre, aproximadamente **1/3 del gasto de los consumidores chinos se realizó fuera de China**. Esto **representa prácticamente el doble** en comparación con el 1Q 2023, donde ese porcentaje era del 15%.

Este hecho evidencia un **crecimiento constante en el turismo chino**. Además, durante la *Call*, se menciona que **los turistas chinos poseen un mayor poder adquisitivo en comparación con la media**, lo que respalda lo que ya habíamos señalado en nuestra tesis sobre Moncler: el consumidor de nacionalidad china importa más que el propio país.

En lo que respecta a la región de EMEA, **los resultados son mucho mejores de lo que muestra ese +6%**. De hecho, en DTC (excluyendo el online) experimentan un crecimiento de más del 20%. Durante la *Call* también se señala que **el crecimiento online ha mostrado cierta desaceleración debido a la disminución del tráfico**, sin embargo, no tienen pensado pagar para aumentarlo; en su lugar, **priorizan el crecimiento orgánico**.

Cuando se analizan países en específicos, **se observa un desempeño destacado en Francia e Italia**, mientras que las naciones del norte, como **el Reino Unido, Alemania y los países nórdicos, exhiben resultados más modestos**. Es probable que este debilitamiento esté relacionado con **las condiciones meteorológicas** que habían sido mencionadas por el equipo directivo.

Por último, **América disminuye un -14% por las conversiones a retail**. Es decir, en el 3Q 2022 entregaron en masa la mayoría de pedidos *Wholesale*, incluyendo a Nordstrom y Saks Fifth Avenue. **Estos desaparecen de las ventas Wholesale en el 3Q 2023** y esta parte **pasará a las ventas retail**, es decir, tiendas DTC operadas por ellos mismos en el 4Q 2023 y 1Q 2024.

En lo que respecta a los canales en América, **DTC crece a doble dígito mientras que Wholesale decrece a al mismo ritmo**. Por último, mencionan que la demanda en la región es positiva con un crecimiento de *single-digit*.

MONCLER | Revenues by Geography

9M 2023 Moncler brand revenues reached EUR 1,496.3m, +21% vs 2022.

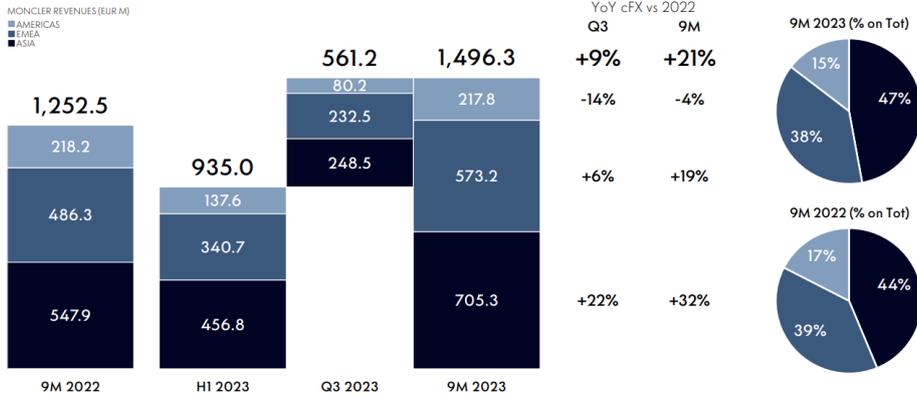
Q3 recorded 9% growth vs 2022, normalising compared to Q2, which benefited from a more favourable comparable base, particularly in Asia.

ASIA (which includes APAC, Japan and Korea) in Q3 recorded 22% growth vs 2022, normalising from Q2 due to a tougher comparable base in the Chinese mainland, whose performance in Q3 2022 was boosted by the end of several Covid-related lockdowns.

Japan and Korea continued to report a very solid performance in the third quarter, despite a slight normalisation.

EMEA revenues increased in Q3 by 6% vs 2022, sequentially slowing due to a normalisation in local consumption and a slower recovery of tourism flows compared to H1.

The AMERICAS declined by 14% in Q3, mainly due to the conversions of Nordstrom and part of Saks from a wholesale to a DTC business model.



En relación a los canales de distribución, **la combinación de DTC y Wholesale pasó de 72-28% a 77-23%**. Los **ingresos Wholesale (-9%)** se ven afectados por las conversiones a **tiendas DTC** y se espera que esta tendencia continúe a un ritmo de mid-high-single-digit.

Las ventas DTC crecen al +18%, con buenos resultados en Asia y América, aunque afectadas por una línea más débil en EMEA.

Por último, aclarar que **las ventas de Wholesale son insignificantes en Asia y tienen más repercusión en EE.UU.** (más del 30%), lo que explica la caída del -16% en la región por lo que expliqué anteriormente.

MONCLER | Revenues by Channel

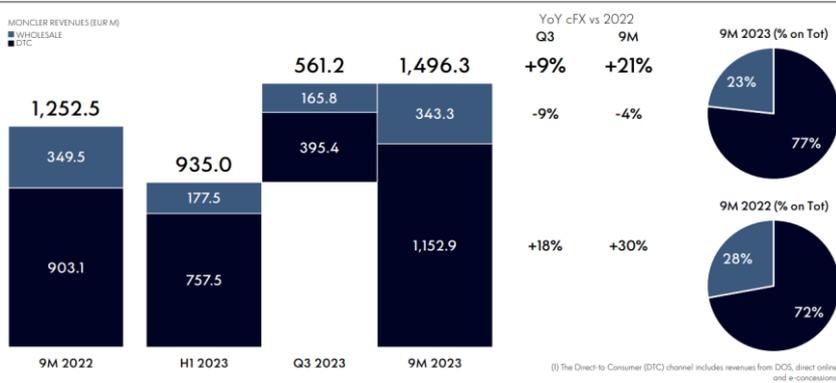
Moncler DTC revenues rose to EUR 1,152.9m in 9M 2023, +30% vs 2022.

In the third quarter, DTC revenues grew 18% vs 2022 supported by strong double-digit growth in Asia and the Americas, while EMEA normalised.

The growth of the DTC channel in the third quarter was also affected by a deterioration in the performance of the direct online channel, particularly in the EMEA region.

WHOLESALE revenues reached EUR 343.3m in 9M 2023, down 4% vs 2022.

In the third quarter revenues in this channel were down 9%, mainly impacted by the conversions to DTC of Nordstrom and part of Saks in the US. The performance of the wholesale channel in EMEA and Asia remained solid in the quarter.



STONE ISLAND

Me tomaré menos tiempo para abordar los ingresos de Stone Island, ya que mi enfoque principal será **profundizar en esta área en la sección de contexto**.

En términos generales, **los ingresos se mantienen estables**, registrando un **aumento del 1% en Asia**, impulsado por un buen desempeño en Japón y cierta debilidad en Corea. **En América**, se observa una **disminución del 2%**, mientras que en **la región de EMEA no se registra crecimiento**, aunque destaca un excelente comportamiento en las ventas DTC en esta área.

- **El grueso de los ingresos viene de EMEA con un 73%, seguida de Asia con un 19% y América con un 9%.**

STONE ISLAND | Revenues by Geography

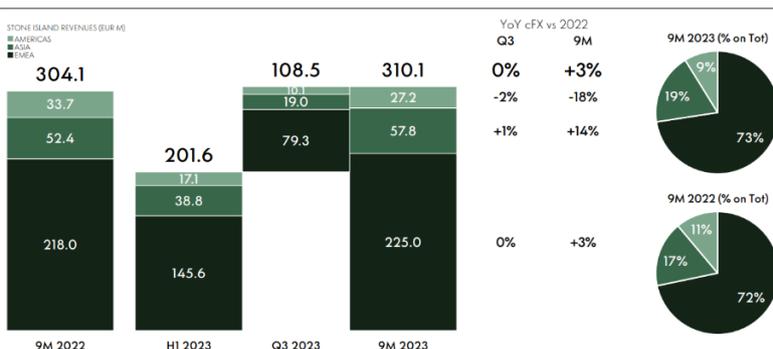
Stone Island 9M 2023 brand revenues reached EUR 310.1m, +3% vs 2022.

Q3 was flat compared with the same period last year.

In Q3 EMEA revenues were in line with the same period of the previous year, with a strong double-digit performance in the DTC channel entirely offsetting the decline in the wholesale channel.

ASIA (which includes APAC, Japan and Korea) grew 1% YoY in Q3, with the strong performance of Japan compensating for the weak performance of Korea.

The AMERICAS saw a decline of 2% in Q3, continuing to be impacted by softer business trends and a more cautious approach from department stores as a result.



En cuanto a los canales de distribución, **gran comportamiento del DTC con un +16%**. Esto refleja la gran transformación que el equipo directivo está buscando implementar en Stone Island, con un enfoque en el cuidado de la marca, un mayor control del volumen y una mejora en la red de distribución.

El -6% de Wholesale es totalmente lógico, ya que se han cerrado tiendas para transformarlas en DTC, lo que se ve repercutido en *Top Line*. Esto representa el efecto inverso de lo que ocurre en DTC, donde se han abierto tiendas que previamente estaban operando bajo el modelo de ventas al por mayor, lo que ha contribuido al aumento de los ingresos en el canal DTC.

¿Por qué no crece más Stone Island si DTC crece a doble dígito alto? La razón es bastante evidente, ya que no es necesario ser un experto en matemáticas para comprender que cuando la mayoría de tus ingresos provienen de las ventas en *Wholesale* y solo una pequeña parte de las ventas se generan a través de las ventas en DTC, **estos efectos se contrarrestan entre sí**.

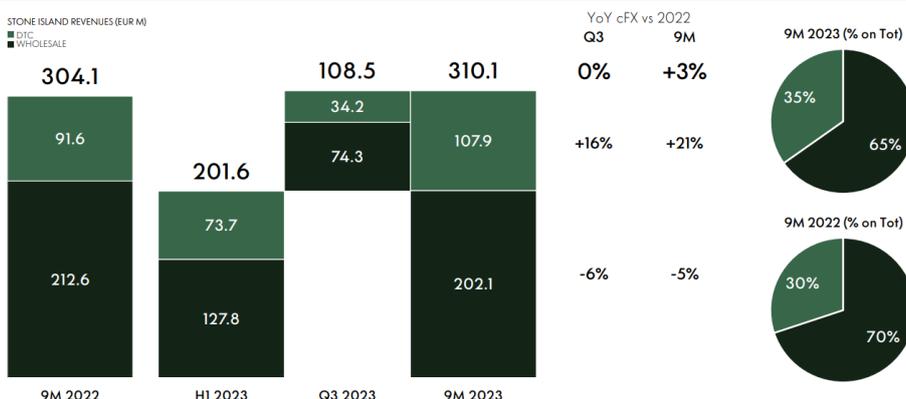
Cuando Moncler adquiere Stone Island, se encuentra con una empresa en la que **el 80% de sus ingresos provienen de tiendas al por mayor y el 20% de tiendas propias**. Sin embargo, dos años después, la imagen de la empresa **ha experimentado un cambio significativo**:

STONE ISLAND | Revenues by Channel

Stone Island recorded WHOLESALE revenues of EUR 202.1m in 9M 2023, -5% YoY. The revenues in the DTC channel grew to EUR 107.9m in 9M 2023, +21% YoY.

In the third quarter, revenues in this channel declined by 6% vs 2022, primarily due to the strict volume control adopted in the management of this channel to continuously improve the quality of the distribution network.

In Q3 revenues in this channel were up 16%, mainly driven by the very solid performance of EMEA and Japan.



En tan solo dos años, han transformado la estructura de ingresos, **pasando de un 20-80% a un 35-65%**. El día en que Stone Island alcance el 80-20%, al igual que Moncler, **hablaremos de**

una marca considerablemente fortalecida, con una percepción pública mejorada, un control más eficiente del inventario y su canal de distribución, y unos márgenes más favorables.

CONTROL EN LAS TIENDAS

Como se muestra en la imagen que aparece más abajo, tanto Moncler como Stone Island **no han realizado cambios en la cantidad de sus Wholesale**, pero han abierto nuevas tiendas propias. Específicamente, **Moncler ha inaugurado cinco tiendas en este trimestre**: una en Asia, dos en EMEA y dos en América. Por su parte, **Stone Island ha abierto un total de tres tiendas**: una en Asia y dos en EMEA.

Insistiré en este punto, pero **es muy importante resaltar la visión del management de controlar las tiendas propias**, y, superando ampliamente a las *WholeSale*. **Ni Moncler ni Stone Island son Nike o Adidas**, las cuales se pueden encontrar en cualquier tienda deportiva. Estamos hablando de marcas de lujo/premium, lo que implica exclusividad y una imagen de marca distintiva.

El objetivo es el siguiente: si quieres comprarte una prenda del grupo Moncler, vas a tener que ir a una tienda del grupo Moncler. De esta forma creas escasez, tienes una relación más directa con el cliente, lo conoces mejor y le brindas una mejor experiencia en tus tiendas.

El ratio de tiendas DTC-WholeSale es de 80-20% en ambas marcas. O, visto de otra forma, por cada tienda WholeSale existen 4 tiendas DTC en el grupo Moncler.

Group Mono-Brand Store Network

Group retail network as of 30 Sept 2023:
 • 262 Moncler DOS
 • 77 Stone Island DOS

Changes occurred in Q3:

- Moncler: 5 net openings, including Shanghai Pudong Airport and the conversions of Paris CDG Airport T1 and S4 and 6 expansions/relocations, including Paris Galeries Lafayette and Miami Bal Harbour
- Stone Island: 3 net openings, including Chengdu Swire and Rome La Rinascente and 3 expansions/relocations, including Munich



	30.09.2023		30.06.2023		31.12.2022	
	Moncler	Stone Island	Moncler	Stone Island	Moncler	Stone Island
Asia	129	47	128	46	125	44
EMEA	91	23	89	21	88	21
Americas	42	7	40	7	38	7
RETAIL	262	77	257	74	251	72
WHOLESALE	59	19	59	19	63	19

RENTABILIDAD

La empresa **mantiene un objetivo de margen operativo del 30%** para este año, aunque mencionan que el objetivo es ambicioso y que depende de los resultados del 4Q 2023.

El EBIT de Moncler es **ligeramente inferior debido a los mayores gastos en Marketing** y seguramente **aumentarán los de Stone Island en el futuro** dada su peor imagen de marca.

La **proyección de gastos en marketing se mantiene en el 7% de las ventas**, lo cual parece razonable, especialmente si tenemos en cuenta que empresas como Hermes destinan aproximadamente un 4-5% de sus ingresos a este fin, y compañías como LVMH y Kering operan en cifras similares.

En el año 2024, **se hará mucho énfasis en el Marketing para resaltar la colección y aumentar la visibilidad de la línea Grenoble**, la cual tiene una importancia estratégica muy importante en la marca, pues representa el ADN y las raíces de esta.

Si estás disfrutando del artículo, **no dudes en suscribirte** para recibir **directamente en tu bandeja de entrada** el contenido que publiquemos en el futuro.

[Suscríbete ahora](#)

LO MÁS DESTACADO DE LA CALL

Vista la parte cuantitativa, creo que es hora de analizar lo más interesante de la *Call* y entender cuál es el plan a largo plazo del equipo directivo y cómo están ejecutando.

PRICING POWER

Uno de los momentos más destacados durante la *Call* del jueves ocurrió cuando le preguntaron a Luciano Santel, CCO de Moncler, **acerca de los aumentos de precios previstos para el próximo año y si estarían acompañados de un incremento en el volumen de ventas**, así como en qué medida. La respuesta de Luciano Santel fue la siguiente:

“En relación a la segunda pregunta sobre la subida de precios en 2024. No será tan importante como este año. Será sobre la región del mid-single-digit.”

Es decir, **prevén una subida de precios del entorno del 4-5%**, algo que considero razonable y saludable. El poder de fijación de precios en Moncler, como en toda marca de lujo es elevada, pero **no deben abusar de este poder** por el bien de su valor terminal.

“El volumen normalmente representa 2/3 y el precio 1/3 en el segundo trimestre y, aún más en el tercer trimestre, vemos que el precio crece más que los volúmenes.”

Por lo tanto, es difícil predecir cuánto crecerá a finales de año, pero probablemente el lugar del bienestar será del 55-45 o 60-40 o algo así. Y también, esto se debe al hecho de que, por supuesto, el aumento de los precios en esta temporada puede desempeñar un papel en el en el número final.”

Honestamente, lo que están compartiendo no es ninguna novedad para aquellos que estamos acostumbrados seguir las conferencias de Moncler. Siempre hemos enfatizado **la relevancia del equipo directivo en el sector del lujo**, ya que deben **enfrentar la crucial cuestión** de "cuánto crecimiento se busca a través de los precios y cuánto a través del volumen".

No es algo en lo que se pueda exceder, ya que podría dañar irreparablemente la marca.

Imagina la situación en la que aumentas mucho los precios y, en consecuencia, **no logras vender tu inventario**, lo que lleva a una **acumulación de productos** que luego debes **descontar o reducir los precios**. Ahora, imagina entrar en una tienda Moncler y encontrarla con descuentos; esta situación no proyectaría la imagen de marca de lujo.

Otro apartado que me gustaría resaltar es que, poco a poco, **están cerrando el GAP de precios existente entre Europa y China**. Anteriormente era de 140 puntos básicos y en la actualidad de 135. El objetivo a medio plazo es llegar a los 130.

NIVEL DE INVENTARIO

Esta es otra pregunta que resulta de gran interés y que con frecuencia se nos hace, especialmente en lo que concierne a la gestión del inventario para evitar acumulaciones. Una **acumulación de**

inventario podría indicar dificultades para vender las prendas y sería una señal de que algo no marcha como se espera.

Según Luciano Santel, **el nivel de inventario es saludable para lidiar con la demanda del Q4 2023**. La verdad no es algo que nos sorprenda mucho, debido a que Moncler es **de las empresas del sector del lujo con mejor rotación de inventario**, algo de lo que ya hablamos en la tesis.

“Bien, última pregunta. El inventario fue bastante bueno. Depende de los distintos puntos de vista, pero a finales de junio era bastante bueno y sigue siéndolo. Estamos preparados para satisfacer la demanda del mercado. Es un inventario saludable porque está hecho sólo o, en su mayoría, de un tipo de producto de la temporada actual.”

EL CLIENTE ASPIRACIONAL

Como seguramente saben aquellos que nos han escuchado o leído recientemente, el **sector del lujo es conocido por ser anticíclico**, pero **su grado de anticiclicidad depende de la exposición de la empresa al cliente minorista o aspiracional**. Es decir, al cliente que no tiene gran poder adquisitivo, sino que compra en ocasiones porque le gusta la marca o porque quiere darse un capricho.

Preguntaron sobre esto a Luciano Santel en la *Call*, y comentó lo siguiente:

“Pregunta: Desde su punto de vista, ¿Cómo ve su base de clientes? ¿Observan alguna tendencia, quizá diferentes tendencias por nivel de precios, quizá que este consumidor más aspiracional empiece a decaer? ¿Y alguna tendencia por regiones en este sentido?”

Luciano Santel: Sobre el panorama general de una tendencia de consumo, de gama alta o aspiracional. Quiero decir, no vemos un deterioro específico de nuestra imagen. Y, por supuesto, hemos estado trabajando mucho en el último año para elevar el nivel de nuestra colección. Y, creo que, Moncler tanto como otras marcas de lujo fuertes, no se ve afectado específicamente de la desaceleración o la disminución o la disminución de los clientes aspiracionales.”

Cuanto menos esté expuesto una marca de lujo al cliente aspiracional, **más lujo y menos cíclica** es. Grandes noticias para Moncler y sus accionistas.

RETENCIÓN Y CAPTACIÓN DE CLIENTES

Otro aspecto relevante es determinar si Moncler, como marca, posee la habilidad para **mantener a los clientes y convertirlos en seguidores apasionados**. Si la retención de clientes fuese deficiente y solo unos pocos regresan, **podría indicar que la conexión con la marca es insuficiente** y que las prendas de vestir y la historia que cuentan no resultan lo suficientemente cautivadoras.

Ante esto, Luciano Santel respondió lo siguiente:

“Sobre la última pregunta acerca de nuestros clientes. Normalmente, tenemos un 60-65% de nuevos clientes y un 40-35% de clientes existentes. Por supuesto, esto incorpora también nuevas tiendas que abrimos. Pero esta es más o menos la proporción.”

A pesar de que inicialmente puedan parecer cifras poco alentadoras, si se reflexiona sobre ello, **resultan realmente positivas**. Moncler tiende a **inaugurar un promedio de 10 a 15 tiendas al año**, por lo que es **natural que los nuevos clientes tengan un impacto significativo** en las ventas.

En cuanto a la captación de clientes, me pareció interesante como **Moncler intenta a través de su línea Genius llegar a nuevas audiencias y públicos diferentes**. Recordemos que *Genius* es su línea más creativa, atrevida e innovadora.

Es decir, Genius representa muy poco en el total de ventas, pero es clave para aumentar el engagement con los clientes actuales y atraer a los futuros.

NUEVAS LINEAS DE ROPA

Otro aspecto destacado fue cuando mencionaron **la introducción de nuevas líneas de ropa** que son novedosas para la marca y que están generando interés. Una de estas líneas **incluye el calzado**, y se espera que **tenga una presencia cada vez más notoria en el futuro**.

Por otro lado, **las prendas de punto de la marca están teniendo un impacto sumamente positivo**, y parece que ya no se trata de una simple tendencia, sino de una parte esencial del día a día. En la actualidad, **estas prendas constituyen una parte significativa del negocio**.

“Vale. Tu primera pregunta, canal minorista y otras categorías, quiero decir, como se ha dicho, las categorías están rindiendo bien, y, a un ritmo más alto que antes. Este fue el caso del calzado. Sin embargo, la apuesta por la categoría líder en nuestro negocio es en prendas de punto, y prendas de punto sigue rindiendo muy bien. No es algo que haya ocurrido este año o el pasado.

Es algo que se ha desarrollado una temporada tras otra. Desde hace probablemente 10 años, 8 a 10 años. Y así, quiero decir, esta categoría está funcionando muy bien. Y representan una parte importante de nuestro negocio.”

CRECIMIENTO ORGÁNICO

El último aspecto que deseo abordar es el crecimiento orgánico, que **implica el crecimiento que se ha logrado excluyendo la apertura de nuevas tiendas**. De acuerdo con lo compartido por Luciano Santel, **este crecimiento alcanzó un +9% en el 3Q 2023**.

Adicionalmente, **Stone Island continúa siendo una marca que se concentra en las ventas al por mayor**, por lo que **la directiva sigue comprometida con un crecimiento orgánico y sostenible a medida que efectúa la transición hacia el DTC**. En este sentido, el enfoque actual está en **mejorar el rendimiento de las tiendas existentes en lugar de expandir** la red de tiendas minoristas.

- **Stone Island era una marca infravalorada a la que le están intentando dar la vuelta como hicieron con Moncler en su día. Si siguen por este camino, es probable que veamos en ella una Moncler 2.0 dentro de unos cuantos años.**

¿HA CAMBIADO LA TESIS?

Honestamente, no, de hecho, **salgo bastante satisfecho de la conferencia**. La directiva **sigue ejecutando su estrategia tal y como siempre han expresado**: priorizando en primer lugar la marca, en segundo lugar la marca y, finalmente, la marca.

Me encanta **el cuidado que están teniendo con Stone Island, mostrando prudencia y avanzando de manera gradual en la dirección adecuada**. Es cierto que existe una brecha significativa entre ambas marcas, pero estoy seguro de que podrán acortarla si continúan avanzando en esta dirección.

Siguen **obsesionados con vender sus productos directamente**, estableciendo sus propias tiendas en lugar de recurrir a ventas al por mayor. A largo plazo, esto **se traducirá en un mayor control sobre la distribución**, un **conocimiento más profundo del cliente**, una **gestión más eficaz del inventario**, una **mejor imagen de marca**, **márgenes mejorados** y **mayor flujo de caja**.

- **Además de lo más importante: mayores retornos para los accionistas.**

Un **aspecto que refleja la cultura** de este equipo directivo y lo bien que entienden las dinámicas del sector **se manifiesta en la situación relacionada con la presencia *online***. Esta había experimentado un crecimiento significativo después del impacto del COVID-19, pero recientemente ha mostrado una gran caída.

En lugar de intentar recuperar ese tráfico a través de estrategias de marketing pagadas y campañas forzadas, han optado por decir: ***“Tranquilidad, priorizamos el crecimiento orgánico. No somos Nike o Adidas. Somos Moncler y somos lujo”***.

¿POR QUÉ CAE UN -6%?

Francamente, creo que esto se debe **a la aparente desaceleración en el crecimiento de la empresa en este trimestre** y por **unas palabras de Luciano Santel**, quien mencionó que comenzó a notar cierta ralentización a principios de octubre.

En primer lugar, **recordar que esto es lujo, no *Software as a Services***. Aunque es cierto que Moncler no es LVMH y podría lograr un crecimiento más acelerado, **sería contraproducente esperar tasas de crecimiento del 20% CAGR**. Básicamente, porque **podrías estar poniendo en riesgo el valor terminal**. En mi opinión, un crecimiento saludable para Moncler debería situarse en el **rango del 10-15%** en Top Line.

Con ese nivel de crecimiento, **sumado a posibles mejoras en los márgenes** impulsadas por Stone Island y aumentos de precios en la marca Moncler (debido a una percepción mejorada de la marca), **combinados con recompras oportunas y dividendos**, creo que Moncler tiene el potencial de convertirse en una **valiosa fuente de valor** para sus accionistas.

En segundo lugar, es fundamental comprender que **la marca partió de bases de comparación extremadamente elevadas**. En 2021, experimentó un crecimiento del 42%, y en 2022, un 27%. Además, en el 3Q 2022, se celebró el 70 aniversario de la marca, lo que impulsó las ventas.

En tercer lugar, **se reduce mucho el consumo *online***, el cual representaba **el 16% de los ingresos en 2022**.

Y en cuarto y último lugar, **el clima este año ha sido más cálido de lo habitual**, por lo que **Moncler sufre al tener cierta *seasonality*** en sus ventas, a pesar de la compra de Stone Island y de estar diversificando su propia línea de productos.

Las palabras de Luciano Santel fueron específicamente estas:

“Empezamos a ver algún tipo de desaceleración en septiembre. Estoy mirando el tercer trimestre y julio y agosto fueron bastante buenos. Septiembre menos. Hubo una ralentización a partir de la segunda mitad de septiembre que continuó en las dos primeras semanas de octubre.

Así que ahora mismo, la tendencia actual es más suave, pero quiero decir, por supuesto, todavía es prematuro llegar a ninguna conclusión también porque algo importante a destacar es que la comparación en la primera quincena de octubre fue muy dura porque el año pasado, los primeros días de octubre fueron literalmente extraordinarios en la parte posterior del evento que operamos en Milán para el 70 aniversario. Fue un gran éxito y el negocio posterior a ese evento fue extremadamente fuerte en todas las regiones, especialmente en China, con la mejor semana dorada privada de la historia. Y así, de nuevo, la tendencia actual es bastante, bastante bueno, no es genial, pero de nuevo, nada importante o significativo lleno para la próxima semana por lo que son muy importantes para nuestro negocio”

¿COMPRAMOS, ESPERAMOS O VENDEMOS?

Quien nos conoce, sabe muy bien que **la respuesta no va a ser vender**. No ha ocurrido nada que haya dañado la tesis. De hecho, **salimos de este trimestre bastante contentos con la directiva** y los pasos que están dando.

¿Habrá una ralentización en el sector? La verdad es que no lo sé, y tampoco me preocupa.

Como ya hemos explicado muchas veces, **el sector lujo responde a una necesidad intrínseca humana de querer pertenecer a la elite social**. Esto lo consigue mediante **objetos escasos y de alto valor**. El mayor riesgo al que se enfrentan estas empresas es el de **“liarla” con la imagen de marca** o que **pasarse de frenada dejando entra mucho cliente *retail*** a tu marca.

- **Después de este trimestre, está claro que nada de esto ha ocurrido en la empresa y para mí empieza a ser oportunidad de compra.**

Por hacer una pequeña valoración de servilleta, Moncler hará probablemente este año unos **2,30-2,40 € de EPS**, lo que a precios actuales de 48€ serían unas **20x beneficios de este año**. Véase que hablo de beneficios y no FCF porque **el ratio de conversión es muy similar**.

Voy a ser **catastrofista** y a decir que **no crecen los beneficios el año que viene porque se ralentiza el sector**. Seguirían siendo 20x del año que viene por **una compañía que cotiza de media a 25x**. Es cierto que los tipos de interés están más elevados que en esta última década comparativa, no obstante, sigo creyendo que 20x beneficios empieza a ser **un número muy interesante y justo a pagar** por esta compañía.

- **No porque vaya a crecer muy rápido, sino por el bajo riesgo de valor terminal que tiene.**

La forma en que yo lo veo es que, como inversor a largo plazo y con perspectiva empresarial, **si compras una empresa por un múltiplo justo y tu múltiplo de salida no varía mucho del inicial, recogerás toda la rentabilidad del propio desempeño del negocio**.

- **A largo plazo, variaciones pequeñas entre múltiplos de entrada y salida no tienen gran influencia en la rentabilidades. Esto no es una opinión, es un hecho matemático.**

Quizás es muy atrevido hacer una “predicción” de este estilo, pero viendo la calidad del equipo directivo, como están ejecutando, lo buena que es la marca Moncler y cómo está evolucionando Stone Island, **actualmente no creo que de aquí a 10-20 años la empresa llegue a cotizar por menos de 10x**.

- **Nuestro trabajo trata de estimar si el múltiplo de salida variará mucho del actual. Es decir, nuestro trabajo es analizar y revisar constantemente el valor terminal de un negocio.**

Para finalizar, te dejo una **reflexión de mi amigo Leandro** sobre este tema de los múltiplos finales, la cual ha hecho [en este artículo](#) gratuito:

“Lo más importante es intentar evitar comprar una empresa que cotiza, por ejemplo, a un PER 50 y que acabe cotizando a un PER de 10 veces. En ese caso, la empresa tiene que funcionar realmente bien para evitar que la contracción del múltiplo afecte gravemente a nuestra rentabilidad. Por el contrario, es poco probable que si un inversor compra una gran empresa a un PER 28, una contracción del múltiplo a, digamos, 25 veces, haga mella en sus rendimientos en el transcurso de una década.

Lo que he dicho antes es muy importante; debemos estar muy seguros o tener razones sólidas para confiar en la no-contracción de cualquier múltiplo mirando a 10 años vista.”

CONCLUSIONES

- Existe cierta ralentización de los ingresos pero no es nada que deba de preocuparnos como accionistas a largo plazo.
- El *management* sigue ejecutando muy bien y siguen centrados en aumentar la el valor de las marcas del grupo.
- La mejor noticia de los resultados es la confirmación de que no les afecta el cliente aspiracional, lo que no indica que Moncler es menos cíclica de lo que se cree.
- A 48€ cotiza a 20x veces de este año y su riesgo de valor terminal es muy bajo siempre que continúen ejecutando de esta forma.

Y hasta aquí este artículo sobre los resultados trimestrales de Moncler. **Espero haber podido aportarte valor** y estoy abierto a **leer tu punto de vista** en los comentarios.

Si te ha gustado y quieres seguir viendo más artículos de este estilo, te invito a suscribirte para recibirlos directamente en tu bandeja de entrada:

[Suscríbese ahora](#)

Por último, si este artículo **ha sido de utilidad para ti**, te animamos a que **nos brindes tu apoyo** dando un "Me gusta" y **comentando que te ha parecido** el artículo. De esta manera, **sabremos que estás interesado** en seguir recibiendo contenido de calidad como este.

Te mando un fuerte abrazo y **que la fuerza de Buffett te acompañe**.

Realizado por **Idafe González Delgado**.

- **DISCLAIMER: Esta tesis no es una recomendación de compra o de venta, cada uno debe de realizar sus propios análisis.**