

29 avril 2016

Luxe & Biens de conso

Bloomberg	MONC IM
Reuters	MONC.MI
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	18,9 / 12,2
Capitalisation Boursière (MEUR)	3 517
Valeur d'Entreprise	3 472
Volume moyen 6 mois (000 actions)	1 386
Flottant	52,6%
TMVA BPA (3 ans)	10,3%
Gearing (12/15)	9%
Rendement (12/16e)	1,21%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
CA (MEUR)	880	978	1 081	1 181
EBIT (MEUR)	253	283	312	341
BPA Publié (EUR)	0,66	0,74	0,82	0,91
BPA dilué (EUR)	0,69	0,75	0,84	0,92
EV/CA	4,05x	3,55x	3,11x	2,74x
EV/EBITDA	11,9x	10,5x	9,2x	8,1x
EV/EBIT	14,1x	12,1x	10,6x	9,4x
P/E	20,5x	18,6x	16,8x	15,3x
ROCE	40,9	42,8	45,2	47,8



# Moncler

Ne soyez pas frileux !

Fair Value 17EUR (cours 14,06EUR)

**ACHAT**  
Initiation de couverture

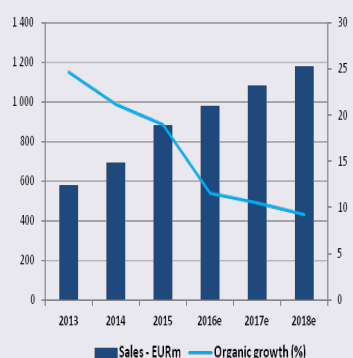
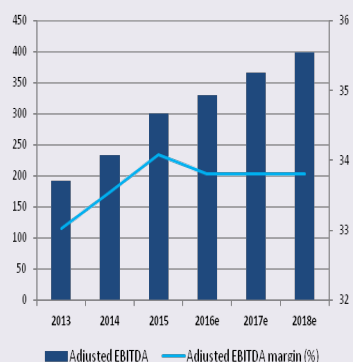
Nous initions Moncler avec une recommandation Achat et une FV de 17EUR. Au cours de la période 2016-18, le groupe devrait afficher un momentum très solide au sein d'un secteur du luxe qui connaît un ralentissement de sa croissance (en moyenne : ~10% de croissance organique vs. ~4% pour notre échantillon luxe) grâce au dynamisme du segment *outerwear*, la force de sa marque et son positionnement haut de gamme et son savoir-faire en matière d'expansion *Retail*. En EV/EBIT 2016e, le titre se traite à 12.1x, en ligne avec le secteur.

- Sous l'impulsion de Remo Ruffini, P-DG depuis 2003, Moncler a réussi son virage vers le luxe et la mode pour aujourd'hui dominer le segment de *l'outerwear* haut de gamme (~85% du CA). Le track record du groupe est parlant : entre 2011 et 2015, le CA et le BPA ont progressé en moyenne de respectivement 25% et 43%, tandis que la marge EBITDA ajustée s'est élevée à 33,8% en 2015, soit plus de 12 points au-dessus de celle de Burberry. Ces performances s'expliquent en partie par un développement *Retail* rapide et réussi (70% du CA 2015 vs. 38% en 2011).
- Moncler s'appuie sur son héritage et sa forte légitimité pour surperformer le segment de *l'outerwear* plutôt dynamique (+5%/an) et très fragmenté. La croissance du CA sera surtout tirée par son excellente maîtrise du circuit *Retail*, comme en témoigne son ratio de CA/m<sup>2</sup> de ~30 KEUR, l'un des plus élevés du secteur. Le *Retail* devrait représenter 77%e du CA 2018e (vs. 70% en 2015), les autres catalyseurs seront la montée en puissance (prudente) des nouvelles catégories (*Knitwear*, Accessoires & Chaussures) et des « nouveaux circuits » (*Travel Retail*, *online*).
- Selon nous, l'histoire de croissance de Moncler sera écrite par celle du CA (TCAM 2015-18e : ~10%) puisque nous prévoyons une stabilité de la marge EBITDA ajustée entre 2016-18, qui restera à un niveau très élevé (33,8%). En effet, l'appréciation du taux de marge brute, tirée en grande partie par le poids grandissant du *Retail*, sera compensée par la hausse des dépenses marketing et G&A, le groupe continuant de se structurer.
- Notre FV de 17EUR est obtenue par une valorisation des DCF (WACC de 8,3%, croissance à l'infini de 2,5%).



Analyst:  
**Cédric Rossi**  
33(0) 1 70 36 57 25  
crossi@bryangarnier.com

Consumer Analyst Team:  
Nikolaas Faes  
Loïc Morvan  
Antoine Parison  
Virginie Roumage



## Activités

Moncler est une entreprise italienne d'origine française, fondée en 1952 à Monestier-de-Clermont ('Moncler') qui se spécialise dans la création de doudounes et de vêtements d'extérieur. Moncler est rachetée en 2003 par l'italien Remo Ruffini qui entreprend la transformation vers une marque plus mode et haut de gamme.

En 2015, Moncler a réalisé un CA de 880 MEUR (+19% à tcc) qui se répartit en quatre régions: Italie (16%), Europe hors Italie (30%), Asie & RdM (38%) et les Amériques (16%). Grâce à une politique active en matière d'ouverture de magasins, le Retail a représenté 70% du CA en 2015 contre 38% en 2011. La stratégie de croissance repose sur une politique sélective d'ouvertures (~15 nouveaux DOS/an), le développement de nouvelles catégories (Knitwear, Accessoires et Chaussures) et de nouveaux circuits de distribution (Travel Retail, department stores, online) et la pénétration de nouveaux pays (Suède, Australie, Dubaï, etc.).

Après avoir été introduit à la Bourse de Milan en décembre 2013, les deux actionnaires de référence restent M. Ruffini (31,9% du capital) et Eurazeo (15,5% du capital), le flottant s'élève aujourd'hui à

Income Statement (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenue	581	694	880	978	1 081	1 181
Change (%)	18,7%	19,6%	26,8%	11,1%	10,5%	9,2%
Change LFL (%)	-%	-%	-%	-%	-%	-%
Gross Profit	414	502	655	731	810	887
Adjusted EBITDA	192	233	300	331	365	399
EBIT	166	202	253	283	312	341
Change (%)	14,2%	21,1%	25,4%	11,8%	10,4%	9,3%
Financial results	-21,2	-6,1	-5,8	-2,0	0,0	2,0
Pre-Tax profits	145	195	247	281	312	343
Tax	-50,8	-65,4	-83,1	-95,4	-106	-117
Minority interests	-2,3	0,23	-0,05	0,0	0,0	0,0
Net profit	76,1	130	164	185	206	226
Change (%)	164%	71,3%	25,7%	13,1%	11,1%	10,0%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	135	162	206	230	254	277
Change in working capital	10,1	50,4	7,2	16,0	17,6	18,0
Capex, net	34,3	50,2	67,7	58,7	59,5	59,0
Financial investments, net	-2,0	-0,66	-1,5	0,98	1,1	1,2
Dividends	2,3	28,6	30,5	35,0	42,6	51,4
Other	31,0	-26,1	40,2	25,0	25,0	25,0
Net debt	171	111	49,6	-44,9	-154	-276
Free Cash flow	90,3	61,8	131	155	177	200
Balance Sheet (EURm)						
Cash & liquid assets	105	123	149	243	352	475
Other current assets	217	249	249	278	308	339
Tangible fixed assets	58,2	77,3	102	118	129	135
Intangible assets	253	259	268	268	268	268
Other assets	192	219	244	244	244	244
Total assets	826	927	1 012	1 151	1 301	1 461
LT & ST debt	276	235	198	198	198	198
Other liabilities	239	272	267	280	293	306
Shareholders' funds	311	421	547	673	810	957
Total liabilities	826	927	1 012	1 151	1 301	1 461
Capital employed	513	589	637	668	697	721
Financial Ratios						
Gross Margin (% of sales)	71,32	72,27	74,39	74,70	74,90	75,10
Adjusted EBITDA margin (% of sales)	33,02	33,54	34,08	33,80	33,80	33,80
EBIT margin (% of sales)	28,66	29,03	28,70	28,89	28,84	28,88
Tax rate	34,99	33,44	33,64	34,00	34,00	34,00
Net Margin	13,10	18,78	18,60	18,93	19,03	19,17
ROE (after tax)	24,74	31,07	29,99	27,54	25,42	23,67
ROCE (after tax)	33,20	34,81	40,87	42,77	45,22	47,76
Gearing	55,08	26,43	9,07	-6,67	-18,96	-28,89
Pay out ratio	32,86	23,02	21,37	23,00	25,00	25,00
Number of shares, diluted	250 000	250 000	250 000	250 000	250 000	250 000
Per share data (EUR)						
EPS	0,30	0,52	0,66	0,74	0,82	0,91
Restated EPS	0,39	0,53	0,69	0,75	0,84	0,92
% change	-67,7%	38,8%	28,2%	10,0%	10,9%	9,8%
BVPS	1,24	1,68	2,19	2,69	3,24	3,83
Operating cash flows	0,54	0,65	0,82	0,92	1,02	1,11
FCF	0,36	0,25	0,52	0,62	0,71	0,80
Net dividend	0,10	0,12	0,14	0,17	0,21	0,23

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Moncler en six graphiques .....	5
3. Thèse d'investissement .....	6
4. Valorisation.....	8
4.1. Remo Ruffini reste le personnage clé du groupe.....	8
4.2. Ratios valorisation/croissance : avantage Moncler .....	10
4.3. Y-a-t-il un risque de révision à la baisse des perspectives lié au marché du prêt-à-porter ?	11
4.4. DCF : nous parvenons à une FV de 17EUR.....	12
5. Moncler : une marque de luxe à la conquête des sommets.....	13
5.1. De la montagne au luxe.....	13
5.1.1. Plusieurs lignes pour un groupe mono-marque .....	13
5.1.2. Un leader sur un marché de niche : l' <i>outerwear</i> haut de gamme .....	14
5.2. Une diversification rapide et maîtrisée .....	16
5.2.1. Le <i>Retail</i> représente 70% du CA 2015 .....	16
5.2.2. Un développement à l'international réussi.....	17
5.2.3. Une diversification prudente mais prometteuse .....	18
5.2.4. Moins dépendre de l'hiver reste un challenge .....	19
5.3. <i>Une supply chain</i> encore largement externalisée... mais très contrôlée !.....	20
6. Perspectives : il reste quelques sommets vierges à conquérir !.....	22
6.1. Moncler peaufine son réseau <i>Retail</i> .....	22
6.1.1. Le réseau monte en gamme pour mieux satisfaire la clientèle.....	23
6.1.2. De nouveaux marchés à explorer .....	25
6.1.3. Non ce n'est pas la fin du <i>Wholesale</i> !.....	26
6.2. Capitaliser sur la croissance soutenue des « nouveaux circuits ».....	27
6.2.1. Moncler va accroître son exposition au <i>Travel Retail</i> .....	27
6.2.2. Online : chi va piano va sano... ..	29
7. Nos estimations 2016-18.....	30
7.1. Une histoire de croissance du CA .....	30
7.2. Rentabilité: comment rester au sommet? .....	31
7.2.1. Maintenir cette « <i>Retail Excellence</i> ».....	32
7.2.2. Marge EBITDA 2015-18 : un nouveau plateau proche des 34% ? .....	34
7.2.3. Poursuite de l'appréciation du taux de MB... ..	34
7.2.4. ... mais nous tablons sur une quasi-stabilité de la marge EBITDA ajustée .....	34
7.3. Une situation bilancielle très saine.....	36
Bryan Garnier stock rating system.....	39

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Moncler offre encore un potentiel de croissance très attractif puisque nous tablons sur une croissance organique moyenne de 10% entre 2016-18 contre ~4% en moyenne pour notre échantillon, soit une surperformance attendue de 2,5x. Son statut de « marque héritage », son positionnement haut de gamme et son excellent track record en matière de développement *Retail* réduisent le profil de risque de Moncler qui réalise 95% de son CA dans le prêt-à-porter.

*Attractif ou non?*



## Valorisation

Malgré des prévisions de croissance du CA et du BPA légèrement supérieures à la moyenne de notre échantillon luxe, le titre **Moncler se traite en ligne avec la moyenne du secteur** (12,1x en EV/EBIT 2016e), **mais est beaucoup plus abordable que ses pairs italiens** tels que Brunello Cucinelli (21,9x), Ferragamo (13,0x) et Tod's (12,4x).

*Horizon d'investissement?*



## Catalyseurs

Moncler s'appuie sur son héritage et sa forte légitimité pour surperformer le segment de *l'outerwear* plutôt dynamique (+5%/an) et très fragmenté. La croissance du CA (TCAM 2015-18e : +10,3%) sera tirée par : **1/** l'expansion du *Retail* (77%e du CA 2018 vs. 70% en 2015), **2/** la diversification prudente vers de nouvelles catégories (*Knitwear*, Accessoires & Chaussures) et **3/** la montée en puissance des « nouveaux circuits » (*Travel Retail*, *online*). A noter que **nous prévoyons une stabilité de la marge EBITDA ajustée** entre 2016-18, qui restera à un niveau très élevé (33,8%) pour un acteur du prêt-à-porter.

*Valeur ajoutée?*



## Différentiation face au consensus :

Nos prévisions de CA 2016-18e sont en moyenne 2% en dessous du consensus et nos attentes d'EBITDA sont légèrement plus prudentes que celles du marché (-1% sur la même période).

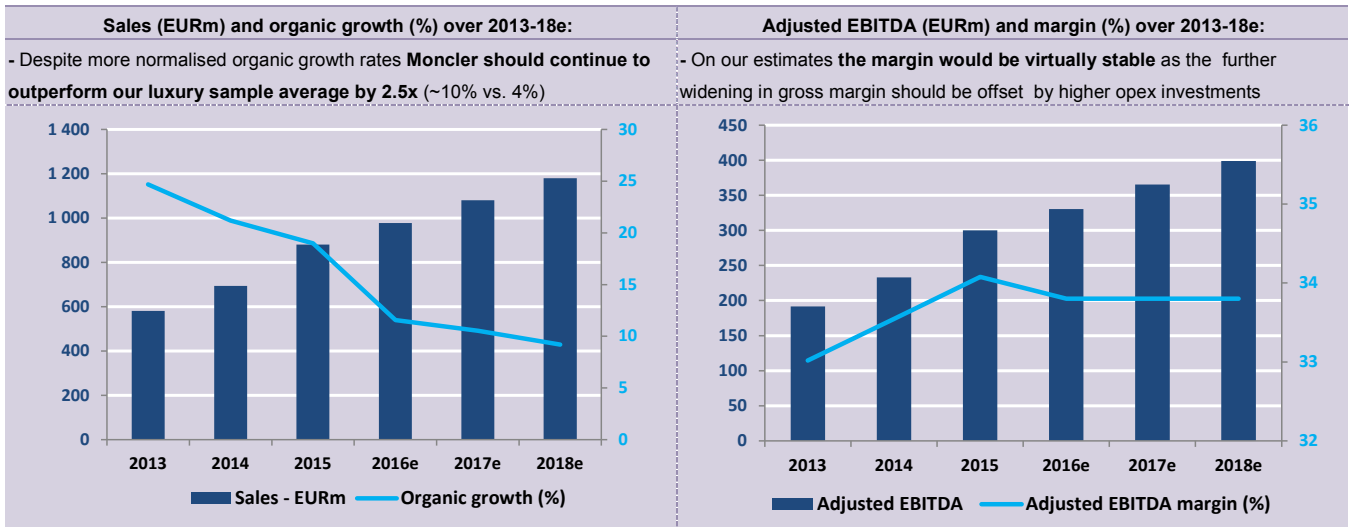
*Quels risques?*



## Risques

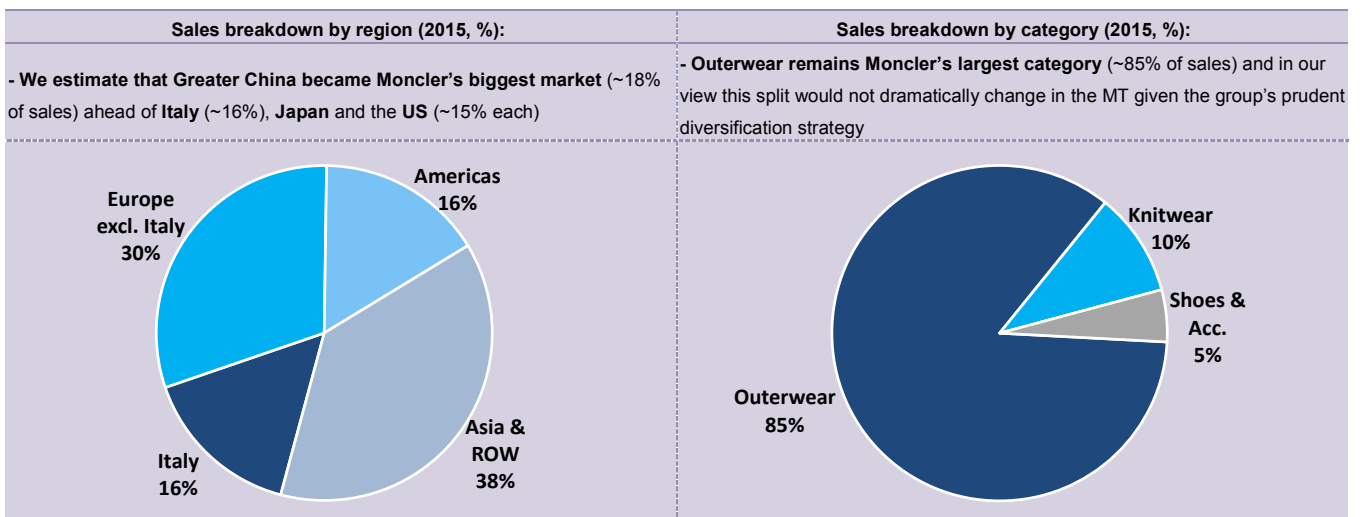
Nous identifions quatre risques à notre *investment case* : **1/** une perte de momentum dans le segment de *l'outerwear* qui provoquerait un ralentissement de la croissance de Moncler (~85% du CA), **2/** les effets climatiques sachant que Moncler réalise ~75% de son CA avec ses collections automne/hiver, **3/** une nouvelle collection (~70% du CA) qui serait mal reçue par les consommateurs et naturellement **4/** la dépendance du groupe vis-à-vis de Remo Ruffini.

## 2. Moncler en six graphiques



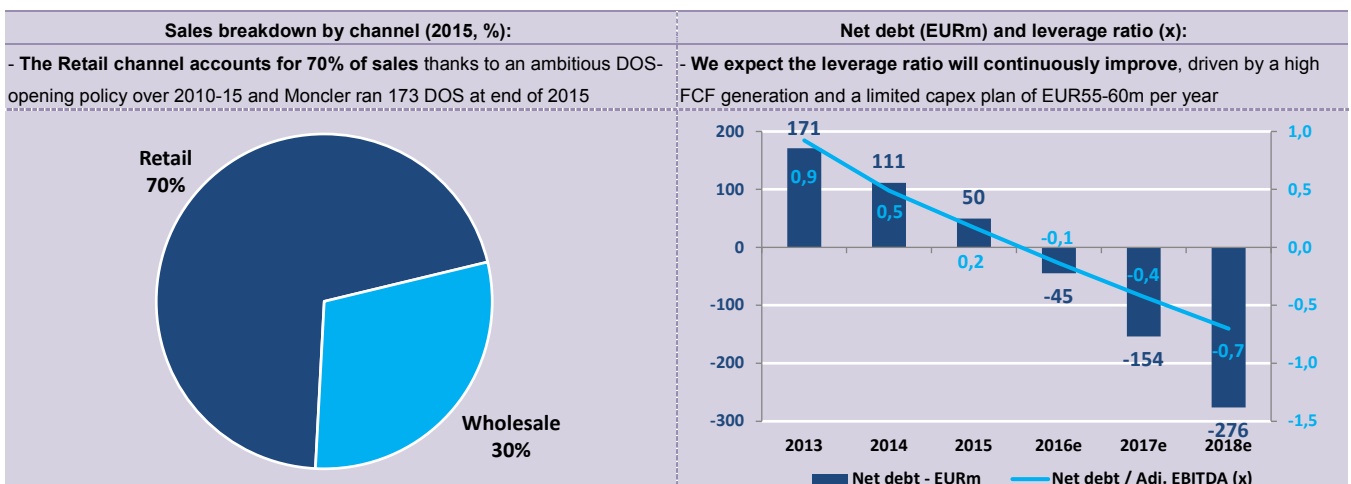
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests



Source: Company Data

Source: Bryan, Garnier & Co ests



Source: Company Data

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

### 3. Thèse d'investissement

Selon nous, l'histoire de croissance de Moncler sera surtout écrite par la hausse du CA. Or, nous pensons que Moncler maintiendra sa capacité à générer une croissance organique bien supérieure à la moyenne du secteur luxe. Cette surperformance repose sur : (i) les fondamentaux solides de la marque (forte légitimité, attractivité et notoriété élevées), (ii) le dynamisme du segment de *l'outerwear* et (iii) un savoir-faire *Retail* qui devrait permettre au groupe d'afficher une croissance à magasins comparables de 3-4%/an sur la période 2016-18 selon nos estimations.

**Un marché à fort potentiel et très fragmenté.** Avec un CA de 880 MEUR en 2015, Moncler domine le segment des doudounes et autres vêtements d'extérieurs (*outerwear* en anglais) qui est valorisé à plus de 12 MdsEUR. Selon Moncler, ce segment de *l'outerwear* affiche une croissance moyenne de 5% par an, tirée par l'innovation et l'engouement grandissant de la clientèle, tant dans les pays matures que les marchés émergents. Malgré son leadership mondial, la pdm de Moncler n'est que de 15% en Italie, elle est inférieure à 10% en France ou au UK et n'est que de 4% aux US ! Par conséquent, le gisement de croissance reste important pour la marque italienne.

**Moncler profite de sa forte légitimité dans *l'outerwear*.** En 2003, sous l'impulsion de Remo Ruffini, actuel CEO et principal actionnaire avec ~32% du capital, Moncler a adopté cette image *fashion* et haut de gamme. La réussite de ce repositionnement repose sur l'héritage et l'univers de la marque ((la montagne), lui conférant deux avantages concurrentiels : 1/ une notoriété élevée auprès de la clientèle de luxe qui recherche de telles marques « héritage » et 2/ une image haut de gamme et un *pricing power* important qui limitent la concurrence d'acteurs du « luxe accessible » et « *fast-fashion* ».

Comme le montre bien le tableau ci-dessous, Moncler devrait toujours croître 2,5x plus vite que la moyenne du secteur luxe sur la période 2016-18 (~10% de croissance organique moyenne vs. environ 4% pour notre échantillon luxe).

**Fig. 1: Croissance organique 2016-18 : Moncler continuera de surperformer la moyenne du secteur :**

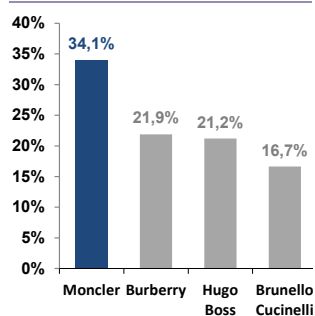
Organic growth average (%)	2013-15	2016-18e
<b>Moncler</b>	<b>~35</b>	<b>~10</b>
Luxury sample	~10	~4
<b>Outperformance (x)</b>	<b>3.5</b>	<b>2.5</b>

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

**Le groupe devrait maintenir son niveau de marge élevé...** Bien que le groupe réalise près de 95% de son CA en prêt-à-porter, il affiche déjà une rentabilité très élevée (2015 : 34,1% de marge EBITDA et 30% de marge EBIT), comme le montre le graphique ci-contre. Face à une normalisation des croissances à magasins comparables et à des investissements en opex (ouvertures de 15 DOS/an, hausse des dépenses marketing et G&A), le groupe comptera sur le poids grandissant du *Retail* (77% du CA 2018e vs. 70% en 2015) ainsi que sur sa maîtrise en matière de gestion de ses magasins.

**... grâce à cette « Retail Excellence ».** En effet, bien que récente, la stratégie d'expansion du *Retail* a été parfaitement maîtrisée jusqu'à présent : en dépit d'un CA/magasin inférieur (3,6 MEUR) à la moyenne du secteur (6 MEUR), Moncler affiche l'un des ratios de CA/m<sup>2</sup> parmi les plus élevés du secteur (~30 KEUR/m<sup>2</sup> vs. ~17 KEUR/m<sup>2</sup> pour Burberry et 11 KEUR/m<sup>2</sup> pour Hugo Boss) grâce à ses initiatives fructueuses pour encore améliorer les indicateurs de performance tels que le taux de conversion, l'indice de vente (nombre moyen d'articles achetés/consommateur) et le ticket moyen.

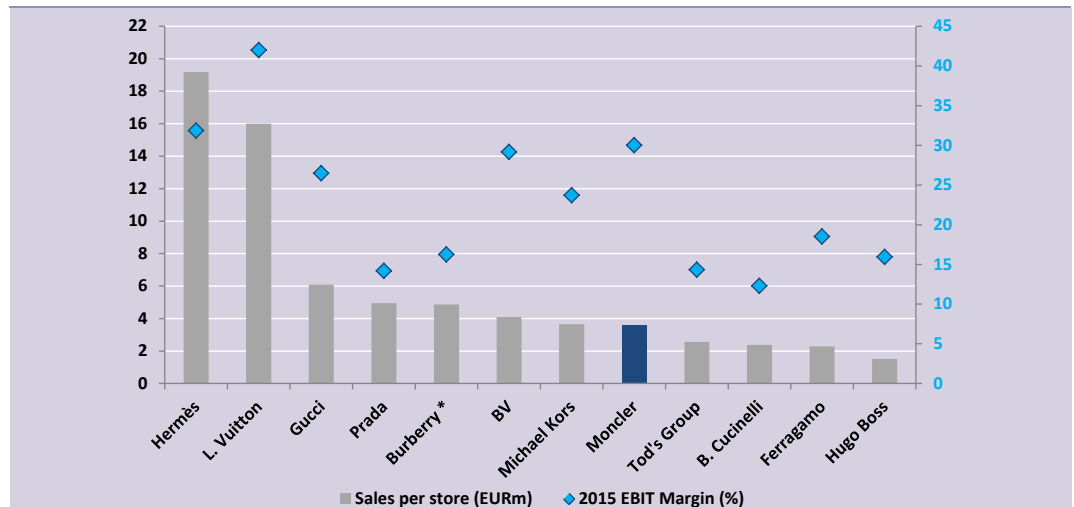
Marge EBITDA ajustée 2015 attendue chez les groupes exposés au Pâp (%):



Note: Burberry (2015/16e)

Source: Company Data, IBES

**Fig. 2: En 2015 Moncler a réalisé un CA de 30 KEUR/m²:**



Note: BV = Bottega Veneta / Burberry: 2014/15 results Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

**La MOP élevée favorise la forte génération de FCF.** Alors que nous tablons sur une quasi-stabilité de la marge EBITDA ajustée sur la période 2016-18 (33,8%e en 2018 vs. 34,1% en 2015), deux autres phénomènes contribueront à la hausse de la génération de FCF :

- (i) **Une maîtrise de la variation de BFR :** malgré un CA généré à 95% par le prêt-à-porter et à 70% par de nouvelles collections, la marque italienne gère efficacement ses stocks (~15% du CA 2015 vs. ~20% pour Hugo Boss) grâce à un nombre relativement limité de références. Cette bonne gestion se ressent aussi sur la variation du BFR qui ne pèse que 13% du CA, contre ~20% pour l'allemand.
- (ii) **Une baisse des capex en % du CA :** lors de *l'Investor Day* de décembre dernier, le management s'est engagé sur un programme de capex compris entre 55-60 MEUR/an sur 2016-18, soit une baisse progressive en % du CA (de 6%e en 2016 à 5% en 2018 après 7,7% en 2015). Ces capex seront essentiellement consacrés à l'ouverture de 15 DOS/an et à la rénovation/agrandissement de quelques magasins existants tous les ans.

**Ainsi, nous tablons sur une génération de FCF comprise entre 155 et 200 MEUR/an sur les trois prochaines années.**

**Une valorisation encore attractive.** Le titre Moncler se traite 12,1x en EV/EBIT 2016e, en ligne avec la moyenne de notre échantillon luxe, mais avec une décote de 19% par rapport à la moyenne des Midcaps italiennes (Brunello Cucinelli, Ferragamo, Moncler et Tod's). Sur la base d'un TCAM 2015-18e de ~11% pour l'EBIT, Moncler se traite avec un ratio « EV/EBIT to growth » de 1,1x, contre 1,4x pour la moyenne de notre échantillon luxe hors Hermès.

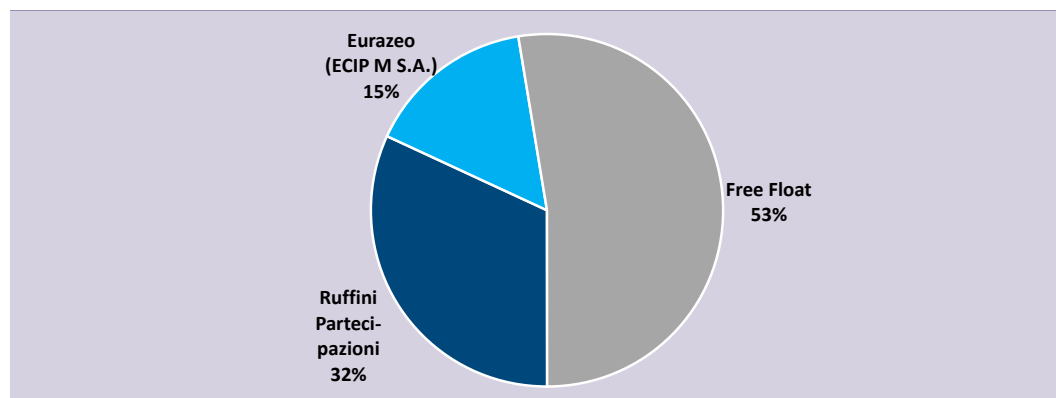
**Nous initions la couverture de Moncler avec un FV de 17EUR, obtenue à partir de la méthode des DCF.**

## 4. Valorisation

### 4.1. Remo Ruffini reste le personnage clé du groupe

Remo Ruffini joue un rôle central et prépondérant depuis son arrivée en tant que Directeur Artistique en 1999, puis lorsqu'il a racheté la marque française en 2003. Depuis l'IPO de décembre 2013, Eurazeo a cédé les deux-tiers de sa participation et les fonds Carlyle et Mittel sont sortis en 2014, laissant Remo Ruffini seul actionnaire de référence avec 32% du capital. Bien que la participation d'Eurazeo ne soit plus liée par un lock-up, nous pensons qu'elle ne sera pas cédée à CT.

**Fig. 3: Actionnariat de Moncler (à fin 2015) :**



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

En plus d'être le principal actionnaire de Moncler, Remo Ruffini occupe aussi une place centrale dans la gestion opérationnelle du groupe puisqu'il est Chairman, CEO et Directeur Artistique ! Rappelons que Mr Ruffini est à l'origine du virage (réussi) entrepris par la marque à partir de 2003, pour aller vers une image plus mode, mais surtout plus haut de gamme.

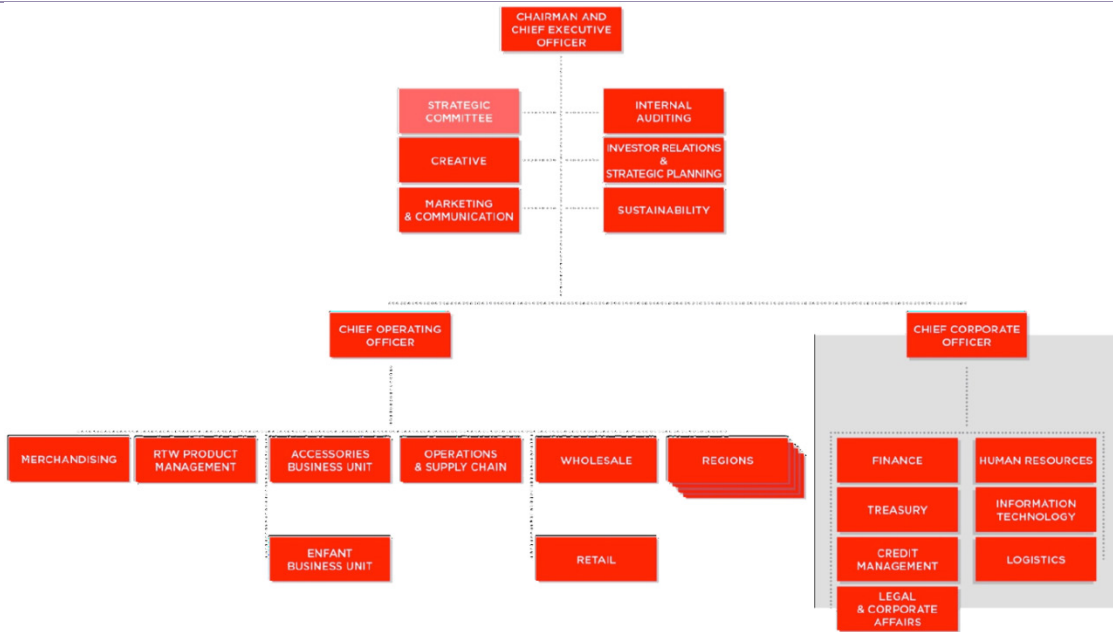
Toutefois, Mr Ruffini a aussi renforcé les structures du groupe au fur-et-à-mesure de sa croissance. Nous pouvons mettre en exergue deux autres membres clés du top management (*cf. organigramme à la page suivante*) :

- (i) **Roberto Eggs, Chief Operating Officer** : Roberto Eggs est arrivé en mai 2015 pour prendre la tête des fonctions dites de « Marché » (*ex* : *Retail, Wholesale, Supply Chain*, etc.). Auparavant, Roberto Eggs a dirigé la région EMEA chez Louis Vuitton (2009-15) après avoir passé près de 17 ans chez Nestlé ;
- (ii) **Luciano Santel, Chief Corporate Officer** : Luciano Santel est à la tête des fonctions centrales depuis septembre 2013 après avoir occupé la même fonction chez Geox (2001-09) et avoir pris la tête de la marque italienne de prêt-à-porter Stefanel entre 2009 et 2013.

De plus, il est intéressant de noter que les deux circuits de distribution sont dirigés par des personnes « historiques » de Moncler : **Andrea Tieghi**, qui est chez Moncler depuis plus de 12 ans, supervise le développement *Retail*, tandis que le *Wholesale* est dirigé par **Diego Baita**, présent au sein du groupe depuis plus de 10 ans ;



**Fig. 4: Organigramme de Moncler :**



Source: Company Data

## 4.2. Ratios valorisation/croissance : avantage Moncler

Selon nous, la disparition de cette prime, notamment sur le S2/15, s'explique par une crainte des investisseurs quant à l'impact négatif de l'hiver doux sur les ventes des collections automne/hiver des groupes exposés au textile (Burberry, Hugo Boss, Moncler). Pour ces groupes, l'effet s'est finalement révélé moins important que ce que craignait le marché, comme en témoignent des résultats 2015 de Moncler supérieurs aux attentes.

La fin de cette prime et les perspectives bénéficiaires solides jouent positivement sur les ratios valorisation/croissance présentés dans les deux tableaux ci-dessous. Le titre **Moncler** affiche actuellement un « *EV/EBIT to growth* » 2016e de 1,1x quand le **secteur du luxe** se traite en moyenne 1,4x (dont 1,2x pour **Tod's** et 1,3x pour **Ferragamo**). Le faible TCAM d'**Hugo Boss** s'explique par la forte baisse des marges attendue en 2016 en raison de l'importante chute du marché du prêt-à-porter premium aux US et en Chine.

**Fig. 5: Ratio « EV/EBIT to growth » de Moncler vs. moyenne du luxe :**

Companies	2016e EV/EBIT (x)	2017e EV/EBIT (x)	EBIT CAGR 2015-2018e (%)	EV/EBIT to growth 2016e (x)	EV/EBIT to growth 2017e (x)
Brunello Cucinelli – Not covered	21.9	19.6	11	2.0	1.8
<b>Moncler</b>	<b>12.1</b>	<b>10.6</b>	<b>11</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>
<b>Luxury average excl. Hermès</b>	<b>12.3</b>	<b>11.0</b>	<b>9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>
<i>o/w Burberry – Not covered</i>	11.7	10.8	7	1.6	1.5
<i>o/w Ferragamo</i>	13.0	11.7	10	1.3	1.2
<i>o/w Hugo Boss</i>	10.4	9.1	1	ns	ns
<i>o/w Tod's Group</i>	12.4	10.9	10	1.2	1.1

Source: Bryan, Garnier & Co ests, IBES

Le ratio PEG 2016e de **Moncler** est également inférieur à celui du **secteur luxe** (1,6x vs. 1,8x en moyenne pour notre échantillon luxe) et à ceux des autres Midcaps italiennes.

**Fig. 6: Ratio PEG de Moncler vs. Moyenne du luxe :**

Companies	2016e P/E (x)	2017e P/E (x)	EPS CAGR 2015-2018e (%)	PEG ratio 2016e (x)	PEG ratio 2017e (x)
Brunello Cucinelli – Not covered	31.7	27.6	13	2.4	2.1
<b>Moncler</b>	<b>18.6</b>	<b>16.8</b>	<b>11</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>
<b>Luxury average excl. Hermès</b>	<b>18.7</b>	<b>17.1</b>	<b>10</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>
<i>o/w Burberry – Not covered</i>	17.1	15.9	8	2.1	2.0
<i>o/w Ferragamo</i>	20.2	18.2	11	1.9	1.7
<i>o/w Hugo Boss</i>	13.8	12.3	3	ns	ns
<i>o/w Tod's Group</i>	19.7	18.4	12	1.7	1.6

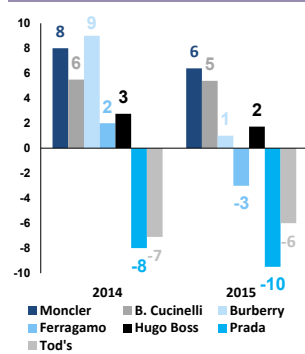
Source: Bryan, Garnier & Co ests, IBES

Il est important de préciser que nos prévisions de TCAM 2016-18e d'EBIT et de BPA dépendent presque exclusivement de la croissance du CA (+10,3% sur la même période) puisque nous tablons sur une quasi-stabilité des marges au cours des trois prochains exercices.

### 4.3. Y-a-t-il un risque de révision à la baisse des perspectives lié au marché du prêt-à-porter ?

Les récentes publications ont montré que l'environnement du luxe restait fragile, avec un ralentissement des flux touristiques en Europe, des consommateurs US attentistes et pas de nette amélioration en Grande Chine. Par ailleurs, les groupes de prêt-à-porter premium/luxe ont été particulièrement impactés par de mauvaises conditions de marché, illustrées par les *profits warnings* de Ralph Lauren et Hugo Boss au mois de février. Dans ce contexte, pourquoi restons-nous confiants sur les perspectives de Moncler ? Nous voyons trois raisons principales :

Moncler a affiché la plus forte croissance à magasins comparables en 2013-14 :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

- (i) **Un segment de l'outerwear dynamique** : sur la période 2011-15, le marché a cru de 5% en moyenne pour atteindre ~12 MdEUR. Ce segment, encore naissant (~10% de la catégorie Prêt-à-porter & Accessoires), profite de l'image *fashion*, des innovations fréquentes et d'un attrait grandissant de la part de la clientèle émergente, alors que le stade de maturité n'est pas encore atteint dans les marchés matures ;
- (ii) **Un positionnement luxe plus résilient** : la forte légitimité de Moncler dans l'outerwear repose sur son héritage et son univers (la montagne), ce qui lui confère deux avantages : **1/** une notoriété élevée auprès de la clientèle de luxe qui recherche de telles marques « héritage » et **2/** une image haut de gamme et un *pricing power* important qui limitent la concurrence d'acteurs du « luxe accessible » et du « mass » (cf. graphique ci-dessous) ;
- (iii) **Un solide track-record en matière de gestion opérationnelle** : comme le montre le graphique de gauche, Moncler a affiché la plus forte croissance à magasins comparables de l'échantillon en 2014-15 (+8% et +6% respectivement). Moncler a même été l'un des rares groupes du secteur à affiché une hausse de sa rentabilité en 2015 (+60pb de la marge EBITDA ajustée à 34,1%). **Malgré une normalisation attendue pour 2016-18, nous croyons que Moncler sera capable de maintenir une croissance supérieure à la moyenne du secteur.**

Fig. 7: Les principaux acteurs de la catégorie Prêt-à-porter/Accessoires:



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## 4.4. DCF : nous parvenons à une FV de 17EUR

Comme évoqué dans la partie traitant de nos prévisions 2016-18, la hausse du CA sera tirée par : **1/** une croissance à magasins comparables de 3% en 2016, puis de 4% en 2017-18 et **2/** un effet surface positif lié à l'ouverture d'environ 15 nouveaux magasins par an, sans oublier les agrandissements de boutiques existantes. Nous faisons ensuite progressivement décliner cette croissance du CA pour se rapprocher de notre croissance à l'infini de 2,5%.

Comme le montrent les prévisions ci-dessous, *l'equity story* de Moncler reposera surtout sur la croissance des ventes plutôt que sur l'appréciation de la rentabilité, que nous ne faisons progresser que de 40pb (à 29,8%), qui devient notre MOP normative à partir de 2020.

Le niveau de rentabilité du groupe est déjà l'un des plus élevés du secteur (MOP 2015 de 30% vs. 31,8% pour Hermès), surtout pour un groupe réalisant près de 85% de son CA dans la catégorie prêt-à-porter : ainsi les marges EBIT de Burberry (2014/15) et d'Hugo Boss sont quasiment 50% en-deçà de celle de l'italien (respectivement 16,3% et 15,9%). Or, la normalisation des croissances à magasins comparables, l'ouverture de nouveaux magasins et le développement de nouvelles catégories, moins bien margées, pourraient limiter le potentiel de hausse des marges.

A contrario, la poursuite du développement du circuit *Retail* (77%e en 2018e vs. 70% en 2015), la bonne gestion des coûts opérationnels et la montée en puissance des pays émergents sont autant de catalyseurs pour ne pas craindre une érosion importante de la rentabilité à MT.

Nous retenons un coût des capitaux propres de 8,3% (taux sans risque de 1,6%, prime de risque de 7% et beta de 0,95) et d'un coût de la dette de 3%, ce qui nous amène à un WACC de 8,3%.

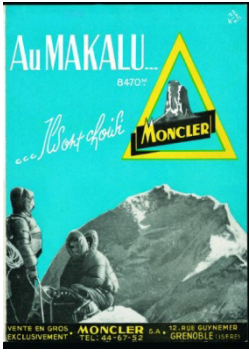
**Fig. 8: Valorisation par les DCF :**

EURm	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Net Sales</b>	<b>978</b>	<b>1 081</b>	<b>1 181</b>	<b>1 275</b>	<b>1 377</b>	<b>1 474</b>	<b>1 562</b>	<b>1 640</b>	<b>1 706</b>	<b>1 757</b>
% change	11,1%	10,5%	9,2%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%
Adjusted EBIT	288	317	346	377	410	439	465	489	508	524
Adjusted EBIT margin (%)	29,4%	29,3%	29,3%	29,6%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Income taxes	-95	-106	-117	-126	-137	-147	-156	-164	-170	-175
Tax rate (%)	34,0%	34,0%	34,0%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
<b>Operating profit after taxes</b>	<b>192</b>	<b>211</b>	<b>229</b>	<b>251</b>	<b>273</b>	<b>292</b>	<b>310</b>	<b>325</b>	<b>338</b>	<b>348</b>
+Depreciations	43	49	53	57	62	66	70	74	77	79
-Change in WCR	16	18	18	19	14	15	16	16	17	18
-Investments in fixed assets	59	59	59	57	62	66	70	74	77	79
<b>Operating cash flow</b>	<b>160</b>	<b>182</b>	<b>205</b>	<b>232</b>	<b>259</b>	<b>277</b>	<b>294</b>	<b>309</b>	<b>321</b>	<b>331</b>
PV of terminal value	2,550									
+PV of future cash flows (2016-25)	1,618									
<b>= Enterprise Value</b>	<b>4,168</b>									
Net debt (2016e)	-48									
Other liabilities	12									
Minority interest	1									
Financial assets	46									
<b>Theoretical value of equity</b>	<b>4,249</b>									
Number of shares (m)	250									
<b>Theoretical FV per share (EUR)</b>	<b>17</b>									

Source: Bryan, Garnier & Co ests

## 5. Moncler : une marque de luxe à la conquête des sommets

L'ADN de Moncler : la montagne (publicité des années 50)



Source: Company Data

### 5.1. De la montagne au luxe

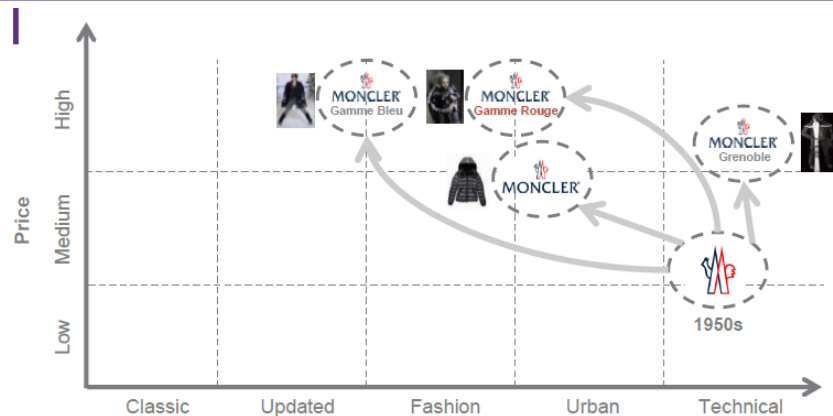
#### 5.1.1. Plusieurs lignes pour un groupe mono-marque

Moncler est le diminutif du village proche de Grenoble, **Monestier-de-Clermont**, dans lequel la marque a été fondée en 1952. Elle a d'abord fabriqué des duvets et des tentes de montagne, avant de mettre au point la première doudoune en 1954 qui sera rendue populaire dans les années 50 grâce à son utilisation lors d'expéditions et ascensions célèbres en haute montagne (K2, Makalu, etc.).

Moncler est passée d'une simple marque « technique » et sportive à une griffe plus « mode » dans les années 80, mais c'est surtout avec son rachat en 2003 par Remo Ruffini, qui était arrivée en 1999 en tant que Directeur Artistique, qui marque le virage du luxe de la mode pour la marque.

Comme le montre le graphique ci-dessous, ce recentrage vers le haut de gamme s'est accompagné de la création de plusieurs lignes distinctes (Gamme Rouge, Gamme Bleu, etc.) afin de couvrir plusieurs univers (« urban », « fashion », etc.) et d'élargir la gamme de prix. Naturellement ces lignes gardent toutes l'héritage et l'ADN de la marque qui sont associés à la montagne.

**Fig. 9: La stratégie de premiumisation menée par Moncler depuis 2003 :**



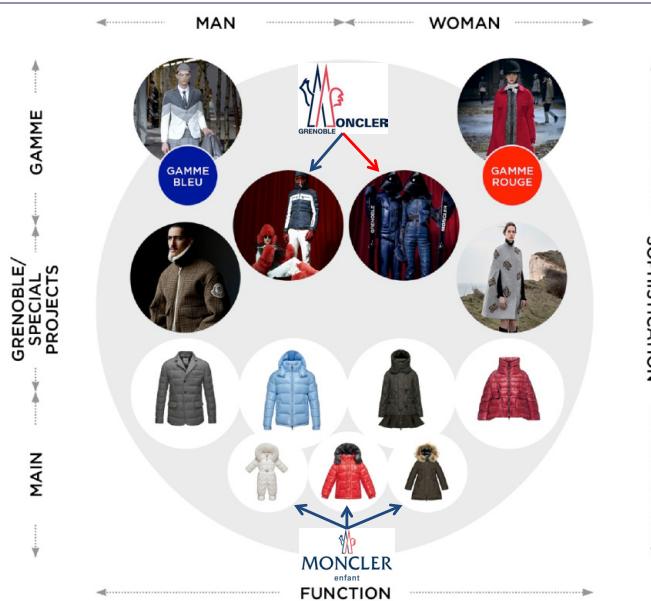
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

- **Gamme Rouge et Gamme Bleu :** ce sont les deux collections sur-mesure de la marque, Gamme Rouge (Femme) a été créée en 2006 tandis que Gamme Bleu (Homme) a été lancée en 2009. Ces lignes couture sont chacune dirigées par un Directeur Artistique : Giambattista Valli pour Gamme Rouge et Thom Browne pour Gamme Bleu et défilent lors des *Fashion Weeks* ;
- **Grenoble :** cette collection (Homme & Femme), inaugurée en 2010, couvre le segment « technique » qui fait partie de l'héritage de la marque, avec une ligne plus « *sportswear* » destinée à la pratique des sports alpins. A noter que son positionnement prix couvre le premium-haut de gamme du marché ;
- **« Special Projects » :** Moncler collabore avec certains créateurs pour lancer des collections capsules qui assurent une « *share of voice* » dans les éditoriaux de mode tout en ciblant une

clientèle plus mode et/ou avant-gardiste. La marque italienne a notamment travaillé avec Pharrel Williams et deux Directeurs Artistiques japonais (Hiroki Nakamura et Chitose Abe) vu que le marché japonais représente environ 15% du CA ;

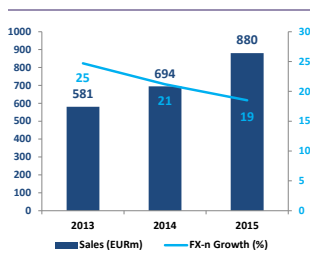
- **Le cœur de gamme Moncler :** celle-ci va naturellement s’articuler autour de la doudoune, le segment *outerwear* qui pesant 85% du CA total contre 90% en 2012. Cette évolution montre que la marque a mené une stratégie de diversification réussie au cours des dernières années, avec un développement dans de nouvelles catégories (chaussures et accessoires, prêt-à-porter en laine ou *knitwear* en anglais et lunetterie) et des collections printemps/été qui représentent aujourd’hui ~25% du CA ;
- **Moncler Enfant :** depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014, la gamme pour enfants est désormais gérée en interne (autrefois en JV 50/50 avec le spécialiste italien du prêt-à-porter pour enfants Altana), ce qui va lui permettre de mieux maîtriser son développement. A ce titre, Moncler compte même déployer son concept de shop-in-shop « Moncler Enfant à l’international (à fin 2015 : 9 corners en Europe et 2 en Asie).

**Fig. 10: La marque Moncler se décline en plusieurs collections :**



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

Evolution du CA et de la croissance à tcc de Moncler (2013-15) :



Source: Company Data

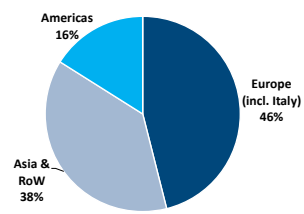
### 5.1.2. Un leader sur un marché de niche : l’*outerwear* haut de gamme

Comme l’indique le graphique ci-contre, Moncler a affiché une croissance organique moyenne de 17% sur la période 2013-15. Cette progression a été clairement plus dynamique que celle affichée par la catégorie du prêt-à-porter de luxe qui a cru de 4% à tcc en moyenne sur la même période, grâce à une croissance à magasins comparables (+10% en moyenne) et bien sûr, à la politique d’ouverture de nouveaux magasins.

Compte tenu de son histoire et de son héritage, **Moncler opère dans un segment de niche au sein du prêt-à-porter haut de gamme, qui est celui de l’*outerwear* (= vêtement d’extérieur) qui est valorisé environ 12 MdsEUR (TCAM 2011-15 : +5%),** principalement tiré par l’Asie-Pacifique (hors Japon) et l’Amérique du Nord. Comme abordé précédemment, son positionnement luxe et sa forte légitimité dans l’*outerwear* sont autant d’atouts pour mieux résister à la concurrence des marques

de « l'accessible luxury » (Sandro, Maje, Ted Baker...), voire des marques « fast-fashion » (Uniqlo, Zara, etc.).

Répartition du CA 2015 de Moncler (en %) :

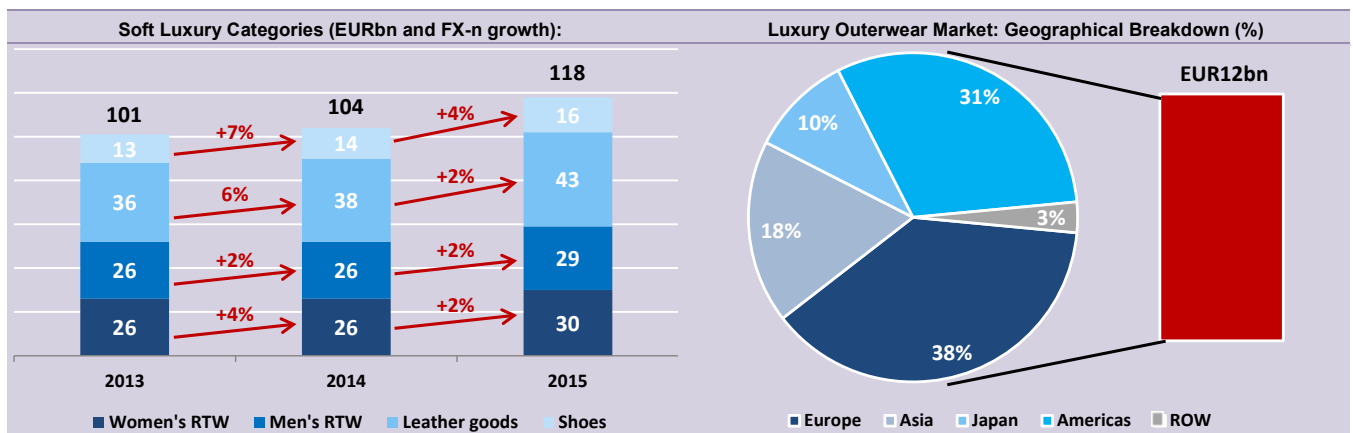


Source: Company Data

Au vu de la répartition du CA 2015 de Moncler et de celle du segment *outerwear* ci-dessous, il est intéressant de noter que le groupe italien est sous-représenté dans les **Amériques** (16% vs. ~31% pour le segment), ce qui s'explique naturellement par le poids important du **Vieux Continent** (46% du CA vs. 38% pour le marché), dont environ 16% pour le seul marché italien.

Lors de l'*Investor Day* de décembre 2015, la direction Moncler a justement précisé qu'elle comptait poursuivre son développement dans cette zone **Amériques**, avec quelques ouvertures supplémentaires de DOS aux US et au Canada où elle ne compte que deux DOS. A l'instar des autres groupes de prêt-à-porter, la collaboration avec les chaînes de *department stores* US est clé (Neiman Marcus, Saks, etc.). Enfin, Moncler envisage de s'implanter au Mexique d'ici 2018 sans avoir encore décidé du canal de distribution (magasins ou shop-in-shops en collaboration des chaînes de grands magasins locales telles que Liverpool ou El Palacio de Hierro).

**Fig. 11: Evolution du marché du Prêt-à-porter haut de gamme et du segment de l'outerwear :**



Source: Altagamma, Bain & Company, Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

La forte légitimité de la marque et son positionnement particulier au sein du prêt-à-porter haut de gamme se reflètent dans un taux de notoriété assistée moyen de 81% sur ses principaux marchés. Le tableau ci-dessous montre que Moncler est naturellement n°1 en **Italie** (PdM : 15%) en n°2 en **France** (PdM : 9%), mais la marque s'est aussi construit une jolie position en **Corée du Sud** (13%), au **Japon** et en **Chine** (10%).

A nouveau, la faible PdM de Moncler au **UK** (6%), mais surtout aux **US** (4%), montre qu'il reste un potentiel important de développement dans ces deux marchés.

**Fig. 12: PdM et classement de Moncler dans ses principaux marchés :**

Country	Italy	Japan	China	France	UK	US
Market Share	15%	10%	10%	9%	6%	4%
Ranking	# 1	# 3	# 3	# 2	# 7	# 7

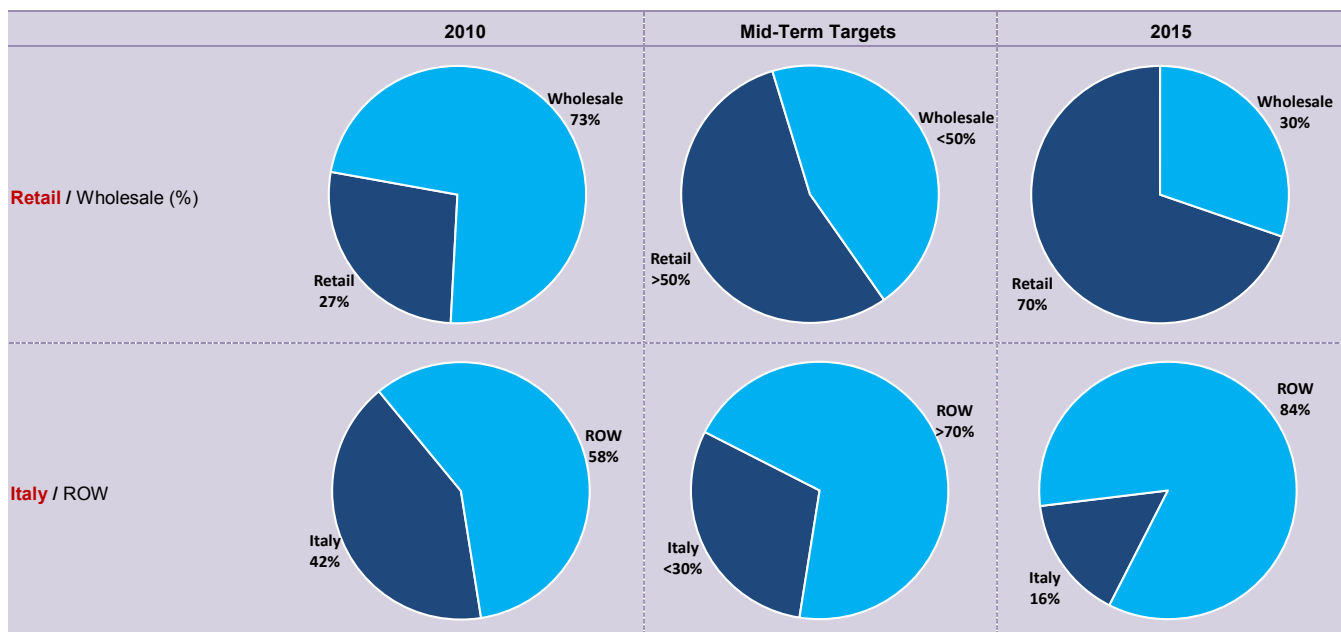
Source: Company Data

## 5.2. Une diversification rapide et maîtrisée

En 2010, Moncler présentait un profil beaucoup moins diversifié qu'en 2015 à tous les niveaux : le *Wholesale* représentait 75% du CA de la marque, l'Italie pesait pas moins de 42% du CA et le groupe était clairement mono-catégorie puisque *l'outerwear* représentait plus de 90% de son CA, le développement des autres catégories (laine, chaussures et accessoires) ayant juste démarré.

Toutefois, lors de son rachat en juin 2011, Moncler et Eurazeo avaient présenté une stratégie de diversification ambitieuse à MT et les graphiques ci-dessous montrent que ces objectifs à MT ont tous été dépassés.

Fig. 13: Stratégie de diversification : des objectifs MT dépassés :



Source: Company Data, Eurazeo

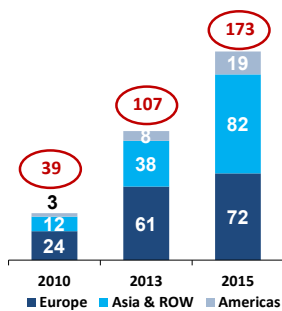
### 5.2.1. Le Retail représente 70% du CA 2015

Le circuit *Wholesale* de Moncler était significatif en 2010 (73% du CA total), d'autant plus que Moncler opère dans le segment du prêt-à-porter qui implique un réseau de détaillants plus important que les autres acteurs du *soft luxury*. A titre de comparaison, le *Wholesale* pesait pour 60% du CA d'Hugo Boss et 83% de celui de Brunello Cucinelli en 2010.

Depuis, Moncler a mené une politique d'ouverture de magasins ambitieuse cohérente avec sa stratégie de montée en gamme et la volonté de mieux contrôler la distribution mondiale. Ce développement a été rapide puisque, comme l'illustre le graphique de gauche, Moncler comptait 173 boutiques à fin 2015 contre 107 en 2013 et 39 en 2010.

Sans surprise, l'augmentation a été la plus forte dans la région **Asie-Pacifique** (+70 DOS entre 2015 et 2010) et l'exercice 2015 devrait notamment montrer une forte progression après la reprise de 12 *shop-in-shops* en Corée du Sud. La marque a plus que doublé son exposition dans la zone **Amériques** (19 DOS vs. 8 en 2013), ce qui montre la volonté de Moncler d'accroître sa présence en Amérique du Nord. Enfin, le groupe gérait 72 magasins en **Europe** dont 19 en Italie.

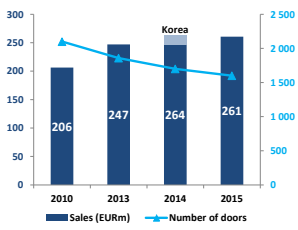
Evolution du nombre de DOS par zone (2010-15) :



Source: Company Data



Evolution du CA Wholesale et du nombre de « portes » :



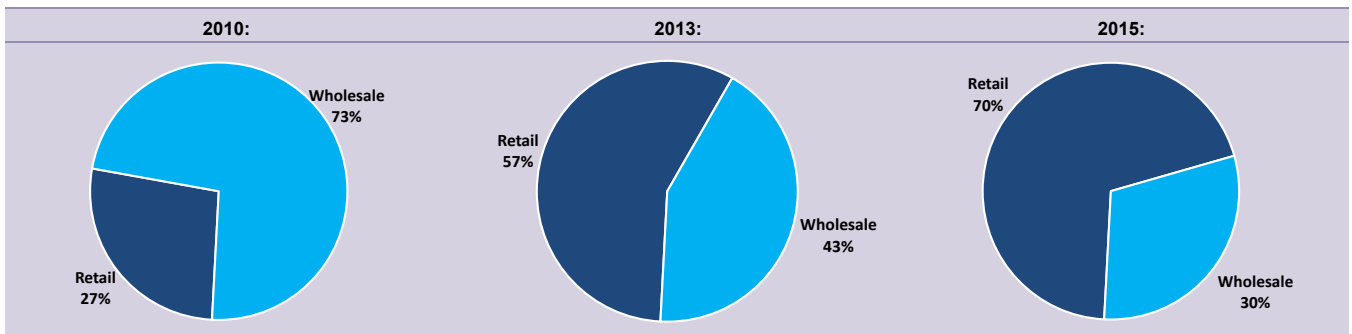
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

**Wholesale : un CA en croissance malgré une politique de rationalisation**

A l'instar de bon nombre de groupes de luxe italiens, Moncler mène en effet une stratégie de plus en plus sélective dans le circuit *Wholesale* qui implique une réduction du nombre total de points de vente (~1 600 en 2015 contre ~2 100 en 2010) et la conversion des magasins *wholesale*, comme les 12 boutiques en Corée du Sud qui ont été reprises en direct en 2015.

Cette réduction du nombre de portes a toutefois permis à la marque de ne garder que les meilleures enseignes multimarques (= amélioration de la productivité) et de réallouer plus de ressources aux grands comptes, comme par exemple les *department stores* US. Ainsi, le CA du circuit *Wholesale* a affiché un TCAM de 5% sur la période 2010-15 tandis que le nombre de points de vente a reculé de 5% en moyenne sur la même période.

**Fig. 14: Le Retail représente 70% du CA 2015 vs. 25% en 2010 (% du CA total) :**



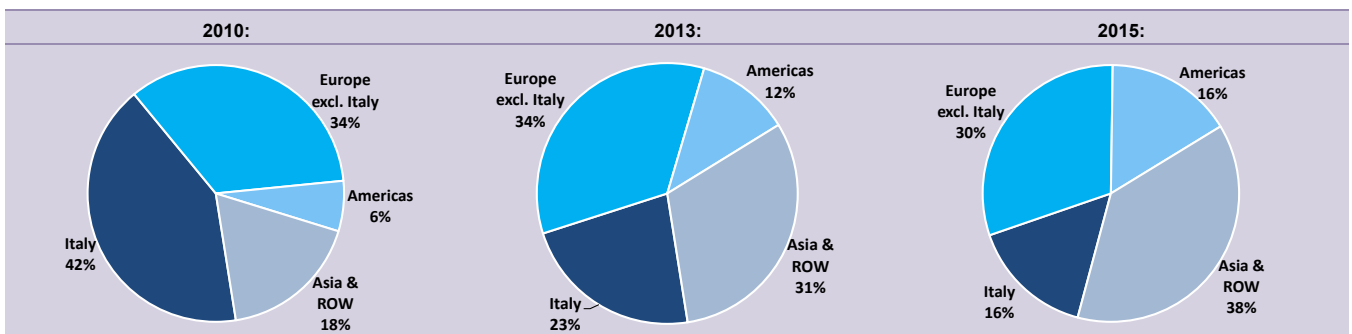
Source: Company Data

**5.2.2. Un développement à l'international réussi**

La stratégie d'expansion du *Retail*, qui s'est naturellement portée en dehors de **l'Italie**, a permis de réduire drastiquement le poids du marché domestique, qui ne pesait plus que 16% du CA en 2015 contre 42% en 2010 ! Cette part est légèrement supérieure à celle de Ferragamo ou Prada (respectivement ~10% et ~12-13%), mais moitié moindre que celle de Tod's (~31% de son CA).

Notons qu'entre 2010 et 2015, le groupe a doublé son exposition à **l'Asie-Pacifique** qui représente 38% du CA de Moncler, dont ~18% est réalisé en **Grande Chine** et 15% au **Japon**. Malgré cette poussée, le poids de **l'Europe** (hors Italie) est resté globalement inchangé (30% vs. 34% en 2010) sous l'effet de l'ouverture de magasins dans de grandes villes (Moscou, Prague, Bruxelles, etc.) et l'arrivée massive de touristes sur le Vieux Continent. Enfin, bien que la zone **Amériques** pèse 16% du CA total, Moncler a identifié un potentiel de croissance important dans la zone.

**Fig. 15: L'Italie ne pèse plus que 16% du CA vs. 42% en 2010 (% du CA total) :**



Source: Company Data

### 5.2.3. Une diversification prudente mais prometteuse

Compte tenu de son histoire en rapport avec la montagne, Moncler réalise encore une grande partie de son CA dans le segment *outerwear* (~85% du CA total) qui concerne principalement la collection automne/hiver (~75% du CA). Toutefois depuis plusieurs années, la marque s'est diversifiée dans deux catégories :

- (i) **Vêtements en maille (*knitwear*)** : ce sont un complément idéal aux vestes et doudounes qui constituent le cœur de gamme de la marque car la maille est associée au confort, sport et à une utilisation en extérieur. C'est donc parfaitement cohérent avec l'ADN de Moncler et son image de spécialiste du prêt-à-porter « technique » ;
- (ii) **Chaussures et Accessoires** : ce sont aussi deux prolongements naturels pour une marque de prêt-à-porter telle que Moncler. Par ailleurs le développement de la marque dans ces segments présente deux avantages : (i) Moncler touche plus facilement la clientèle « aspirationnelle » en raison d'un prix moyen inférieur à son cœur de gamme (ex: EUR295-500 pour la gamme de chaussure contre EUR875-1 250 pour l'offre de doudounes) et (ii) une croissance supérieure à celle du prêt-à-porter, notamment porté par le *Travel Retail*.

Il est intéressant de noter que ces deux catégories représentent déjà environ 25% du CA *Wholesale* de Moncler contre ~15% à l'échelle du groupe. Si ce différentiel peut paraître surprenant à première vue, rappelons que la direction de Moncler a précisé lors de l'*Investor Day* (décembre 2015) que le circuit *Wholesale* leur permettait de sonder un nouveau marché. Il n'est donc pas exclus qu'elle ait voulu tester la réaction de ses consommateurs à travers les points de vente multimarques avant de leur allouer plus d'espace dans ses magasins en propre. La direction a d'ailleurs reconnu que la marque devait améliorer la visibilité de ces deux catégories dans le réseau *Retail*.

Notons que Moncler développe son offre dans la **lunetterie** au sein des Accessoires. Fidèle à stratégie de diversification prudente, Moncler avait lancé quelques collections très limitées en 2011 et 2012 avec l'opticien français Mykita, puis avait créé une JV avec le lunettier italien Allison Group pour enrichir la collection. En septembre 2015, la direction de Moncler a certainement voulu passer à la vitesse supérieure en choisissant de signer un contrat de licence classique avec Marcolin Group, autre lunettier italien mais de plus grosse taille et qui dispose d'un réseau de distribution plus dense, permettant à la licence Moncler d'étendre sa couverture.

**Fig. 16: Moncler est désormais moins mono-produit que par le passé :**

Outerwear:	Knitwear:	Shoes & Accessories:
		
~85% of sales	~10% of sales	~5% of sales
Strong control in Retail and Wholesale channels	Good presence in the Wholesale channel but must improve visibility in-store	Good presence in the Wholesale channel but must improve visibility in-store

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

### 5.2.4. Moins dépendre de l'hiver reste un challenge

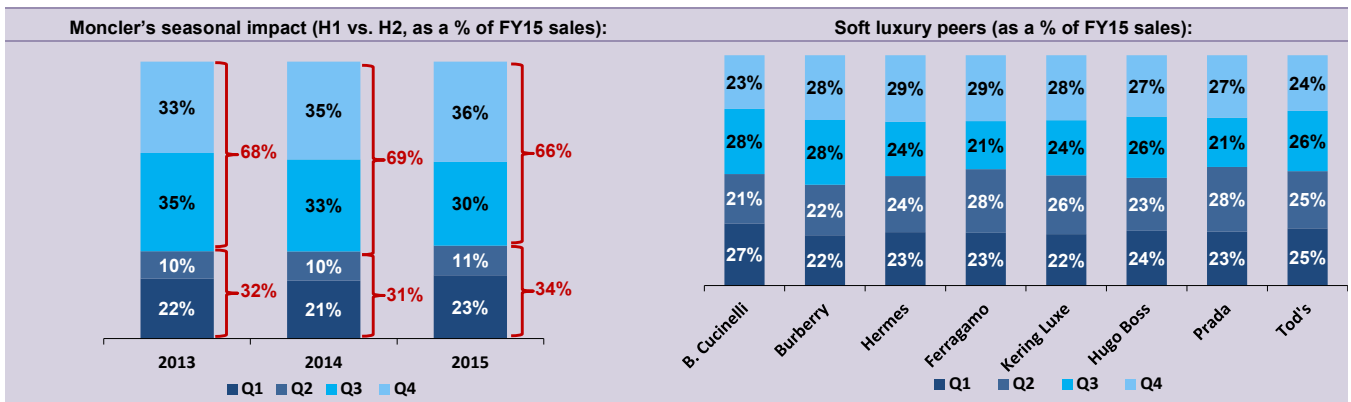
Moncler est une véritable « marque héritage » puisqu'elle a construit son succès dans *l'outerwear* grâce à son histoire singulière en rapport avec la montagne. Le revers de la médaille est un poids prépondérant des collections automne/hiver qui pèsent 75% du CA total, rendant la marque particulièrement sensible à l'effet saisonnier.

En effet, comme l'indique le graphique de gauche ci-dessous, le CA généré au cours du S2 15 a représenté 66% du CA annuel de Moncler, contre 52% en moyenne pour les autres acteurs du *soft luxury*. Même Burberry, dont la marque est indissociable du *trench-coat*, ne réalise que 56% de son CA au cours du S2 grâce à une diversification réussie dans la Maroquinerie et les Accessoires.

Même si ces catégories n'atteindront pas le même poids que chez Burberry (~36% du CA total), la diversification menée par Moncler est justement l'une des solutions privilégiées pour réduire cette cyclicité. Il est intéressant de noter que la collection printemps/été pèse ~30% du CA Wholesale (vs. 25% pour le groupe) dans lequel les Chaussures et Accessoires ont une part supérieure à la moyenne du groupe (~25% du CA vs. ~15% du CA total).

Si le chemin sera long avant que Moncler obtienne la même légitimité dans les collections printemps/été, l'expansion géographique dans l'hémisphère sud (ex : Australie) ou dans des pays moins sensibles au changement de saisons (ex : Dubaï, Mexique, Asie du Sud-Est) sont d'autres alternatives pour atténuer cet effet saisonnier.

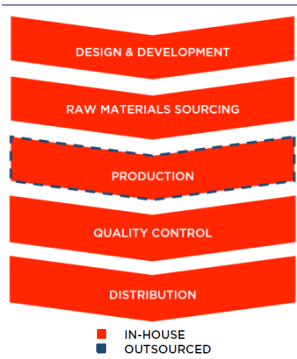
Fig. 17: L'effet saisonnier est plus fort chez Moncler que chez ses pairs :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests, IBES

### 5.3. Une supply chain encore largement externalisée... mais très contrôlée !

Moncler maîtrise et/ou contrôle toutes les étapes de la chaîne:



Source: Company Data

Alors que l'intégration en amont est très recherchée par les horlogers et les marques de maroquinerie, elle est moins à la mode dans le prêt-à-porter, comme en témoigne la faible part de la production internalisée chez Hugo Boss (~20%) ou chez Moncler qui externalisait 100% avant 2015.

Toutefois, en septembre 2015 et en mars 2016, Moncler a racheté deux de ses importants fournisseurs basés en Roumanie, lui permettant d'acquérir un véritable savoir-faire industriel indispensable pour atteindre l'objectif du projet **Moncler Clinique** qui est d'**internaliser jusqu'à 20-25% de la production totale d'ici 2018**. En parallèle, la marque va aussi inaugurer un centre R&D qui travaillera sur deux axes : **(i)** l'innovation produit (nouveaux tissus, création de nouveaux produits en dehors du prêt-à-porter, etc.) et **(ii)** le développement produit (nouvelles techniques de fabrication, optimisation produit, etc.).

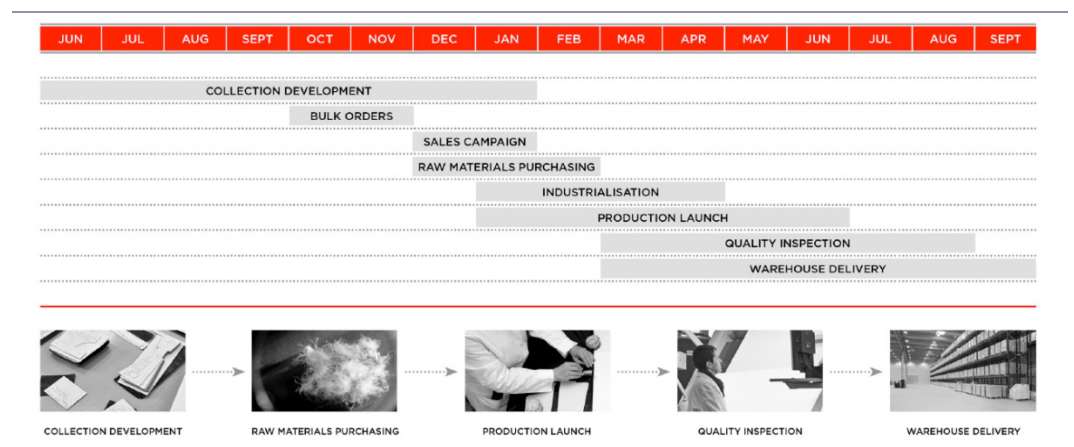
Fig. 18: Un contrôle qui se renforce tout au long du cycle de production :

Production Cycle	Comments
Design & Development	D&D expertise strengthened thanks to the new R&D department ( <b>Moncler Clinique</b> )
Sourcing	Moncler <b>buys directly all the raw materials used in production</b> (Italy: 90% and Japan: 10%)
Production	<b>Moncler Clinique</b> : to internalise up to 20-25% of outerwear production by 2018
Quality Control	- <b>Raw materials</b> : Every lot of down is tested three times by Moncler's test lab in Poland - <b>Finished goods</b> : 100% of production is controlled by Moncler's inspectors
Distribution	Moncler gradually increases control over distribution => <b>Retail channel now accounts for ~70% of 2015 group sales</b> vs. 38% in 2011

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Alors que certaines marques de mode, plutôt positionnées dans le premium ou l'*affordable luxury* (Burberry, Michael Kors, Tom Ford, etc.) raccourcissent le calendrier des collections avec le « *See Now, Buy Now* », il est intéressant que la plupart des marques de luxe (Hermès, Gucci, Dior, Chanel, etc.) s'est déjà prononcée contre cette tendance. En ce qui concerne Moncler, le schéma ci-dessous montre qu'il s'écoule 15 mois entre le développement de la collection et son expédition dans les points de vente.

Fig. 19: Cycle de production de Moncler :



Source: Company Data

### La rançon du succès : la lutte contre la contrefaçon

Compte tenu de l'engouement des consommateurs pour le segment des doudounes et du succès de Moncler, la marque italienne a dû faire face à une multiplication de produits contrefaits au cours de ces dernières années.

Si la lutte contre la contrefaçon fait partie des habitudes des groupes de luxe, elle est d'autant plus importante pour Moncler qui : **(i)** ne pratique pas de soldes en dehors des magasins *outlets* (~20 dans le monde) et **(ii)** doit impérativement protéger l'attrait et son positionnement haut de gamme au sein d'un marché du prêt-à-porter durement touché par des tendances déflationnistes dans le premium/milieu de gamme, comme en témoigne les difficultés de Ralph Lauren et d'Hugo Boss, entre autres.

Par conséquent Moncler a intensifié sa lutte contre cette contrefaçon sur le plan mondial, mais avec naturellement un effort particulier en Chine :

- (i) Fermeture des sites internet :** les trafiquants profitent de la montée en puissance des plateformes de vente *online* en Chine (Taobao, Tmall, etc.) et de ventes aux enchères (Ebay, etc.) pour écouler leurs produits. Rien qu'en 2014, Moncler a fait : fermer plus de 650 sites, dé-lister 2 000 sites internet et retirer plus de 32 500 fausses annonces ;
- (ii) Lutte contre les réseaux de distribution parallèles :** en novembre 2015, Moncler a remporté près de 420 000 EUR de dommages & intérêts en Chine grâce à la condamnation d'une entreprise chinoise (*Beijing Nuoyakate Gourmet*) qui cherchait à écouler un stock de produits contrefaits à travers plusieurs sites internet ;
- (iii) Protection de la marque :** Moncler est déjà enregistrée et protégée dans plus de 50 pays alors que la marque n'est distribuée que dans 35 pays (vente online), dont 24 avec des magasins physiques ;
- (iv) Une meilleure traçabilité des produits :** à l'instar d'autres groupes de notre échantillon, Moncler va insérer une puce RFID (*cf. photo ci-contre*) dans tous ses produits afin de suivre en temps réel la localisation des produits (évitant ainsi les reventes dans le marché gris) et pour que les consommateurs puissent vérifier l'authenticité de leur achat. A noter que plus de 60 000 clients se sont déjà enregistrés au cours des douze derniers mois.

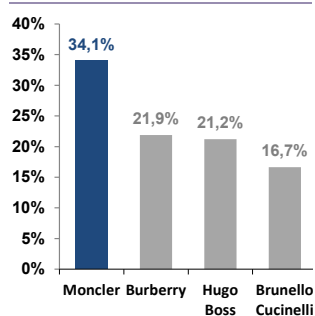
Le nouveau système de traçabilité utilisé chez Moncler (basé sur la technologie RFID) :



Source: Company Data

## 6. Perspectives : il reste quelques sommets vierges à conquérir !

Marge EBITDA ajustée 2015 attendue chez les groupes exposés au Pàp (%):



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests, IBES

Selon nous, l'histoire de croissance de Moncler pour la période 2016-18 sera surtout écrite par la **top line** plutôt que par l'appréciation des marges. En effet, le potentiel de hausse de la rentabilité nous semble plutôt limité, d'autant plus que Moncler dégage déjà la plus forte rentabilité opérationnelle parmi tous les acteurs du premium/luxe réalisant plus de 40% de leur CA dans la catégorie prêt-à-porter. Comme le met en exergue le graphique ci-contre, il y a plus de 12 points de différence entre la marge EBITDA de Moncler et celle de Burberry !

Au cours des prochaines années, la croissance des ventes de la marque italienne sera donc principalement tirée par : **(i)** la poursuite du développement *Retail* (ouvertures ou agrandissements de DOS), **(ii)** la pénétration de nouveaux marchés, **(iii)** la montée en puissance des « nouveaux circuits » tels que le *Travel Retail* et le e-commerce et **(iv)** le développement des « nouvelles » catégories (vêtements en maille, chaussures et accessoires).

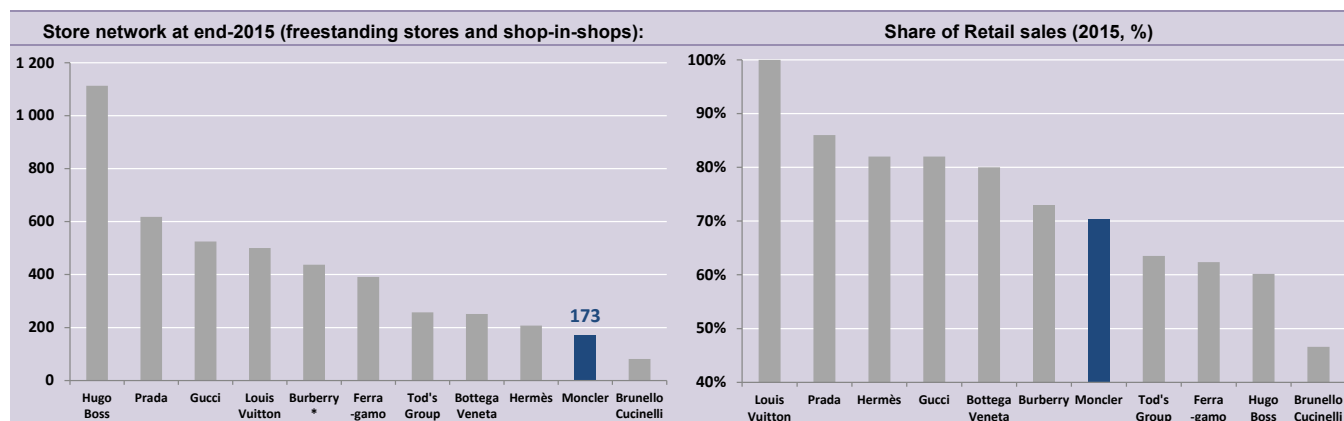
### 6.1. Moncler peaufine son réseau *Retail*

Même si Moncler ne gère « que » 173 boutiques en propre à travers le monde, loin des 979 points de vente d'**Hugo Boss** (dont 549 shop-in-shops) et des 427 gérés par **Burberry** (dont 213 corners), le poids du circuit *Retail* est déjà important puisqu'il représente 70% du CA total, ce qui le place dans la moyenne des acteurs de notre échantillon d'acteurs du « *soft luxury* » (~73%) présentés dans le graphique de gauche ci-dessous. Le poids du *Retail* est similaire chez **Burberry** (~73%) mais il est en revanche inférieur chez **Hugo Boss** (60%) et **Brunello Cucinelli** (47%).

Si ce montant de 173 magasins peut paraître relativement faible comparé aux autres groupes, celui-ci s'explique aussi par la particularité de Moncler : son positionnement haut de gamme et surtout sa forte exposition aux vêtements d'hiver requièrent une certaine sélectivité dans la stratégie d'expansion du réseau de magasins. Ce développement « contrôlé » a aussi le mérite de limiter les risques de pression sur les marges en cas de ralentissement de la croissance à magasins comparables.

Sur la période 2016-18, le groupe prévoit d'ouvrir environ 15 magasins par an pour atteindre environ 220 DOS à horizon 2018 (soit un TCAM 2016-18e de 8%), auxquels s'ajoutent environ 30 magasins *wholesale* (vs. 34 à fin 2015).

Fig. 20: Les 173 DOS de Moncler représentent 70% du CA total en 2015 :



\* (Burberry = as of December 31, 2015)

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

### 6.1.1. Le réseau monte en gamme pour mieux satisfaire la clientèle

Lors de l’*Investor Day*, le management de Moncler a beaucoup communiqué sur sa volonté de constamment moderniser et améliorer son réseau de magasins existants afin d’accroître l’expérience d’achat et le panier moyen. Cette stratégie « qualitative » est d’autant plus cruciale que le groupe ne compte ouvrir qu’une 15 de nouveaux magasins par an.

Cette montée en gamme se traduit par deux mesures principales : **(i)** la modernisation des « anciennes » boutiques ouvertes au cours de la période 2007-2010 qui n’utilisent pas les nouveaux concepts/codes de la marque et **(ii)** l’ouverture de « flagships » dans les grandes capitales du shopping du luxe.




#### Les magasins existants sont progressivement modernisés et agrandis

Bien que Moncler ait une expérience relativement récente du circuit *Retail*, le groupe gère son réseau de DOS de manière proactive, avec déjà trois évolutions du concept de magasins depuis 2007, présentées dans le tableau ci-dessous. Le troisième concept, déployé depuis 2013, est cohérent avec le positionnement luxe de la marque et a pour objectif d’encourager la hausse du CA par magasin :

- (i) Relocalisation :** cette mesure a deux objectifs : **1/** s’assurer une présence dans les lieux à forte fréquentation, notamment en Chine où certains quartiers et *shopping malls* se démodent dans le temps, **2/** rechercher une plus grande surface pour l’agrandissement du magasin ;
- (ii) Agrandissement :** la surface moyenne d’une boutique Moncler va passer de 110m<sup>2</sup> à 130m<sup>2</sup> d’ici 2018, permettant à la marque de mieux mettre en avant ses « nouvelles » catégories, ce qui n’était pas le cas jusqu’à présent, comme l’a reconnu le management. Cette mesure aura un effet positif sur l’indice de vente (= nombre d’article achetés par client) ;
- (iii) Modernisation :** il s’agit de déployer le troisième concept dans les magasins ouverts entre 2007 et 2013 afin d’améliorer l’expérience d’achat grâce à un cadre plus luxueux et une surface commerciale élargie. Cette initiative renforce naturellement le positionnement luxe de Moncler et favorise la hausse du panier moyen.

A noter que Moncler ne prévoit que 5 rénovations/relocalisation de magasins par an d’ici 2018, ce qui permettra au groupe de garder les capex sous contrôle.

**Fig. 21: Les trois évolutions du « store concept » depuis 2007 :**

First Phase 2007-2010	Second Phase 2010-2013	Third Phase 2013-present
		
<i>Milan store (Via della Spiga) opened in 2008</i>	<i>Hong Kong store (Lee Gardens) opened in 2013</i>	<i>Tokyo flagship store (Ginza) opened in 2015</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- First store format inspired from the “ski-resort format”</li> <li>- Nearly 100% of the selling area dedicated to outerwear</li> <li>- Remodelled in 2015</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Store upgrade through the introduction of fine materials (marble, etc.)</li> <li>- Dedicated areas to display accessories</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Step up in luxury shopping experience: use of finest materials and extended store size (~130 sqm vs. ~110 sqm on average currently)</li> <li>- All categories are now well presented</li> </ul>

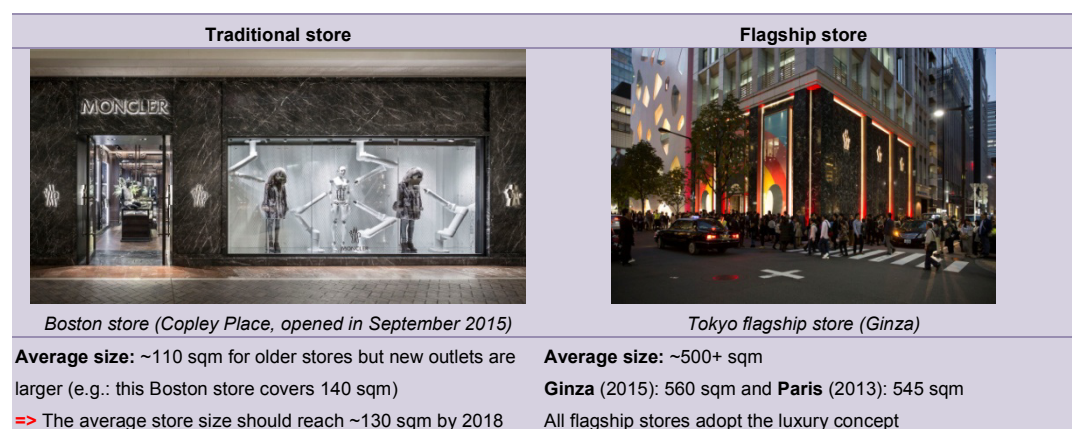
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

**Objectif à MT : détenir 10 flagships dans le monde (vs. 2 à fin 2015)**

Alors que de nombreuses marques de luxe ont multiplié les ouvertures de flagships au cours des dernières années, Moncler n'en détenait que deux à fin 2015 : Paris (ouvert en 2013) et Tokyo (inauguré en octobre 2015). Il est vrai que la petite taille des magasins (= opex peu élevés) combinée à une très forte densité commerciale (30 000EUR/m<sup>2</sup>), explique la rentabilité très élevée de Moncler.

Toutefois le CEO Remo Ruffini s'est fixé comme objectif d'avoir 10 flagships à MT qui reprennent tous les codes du luxe en termes de taille (au moins 500m<sup>2</sup>), d'univers (utilisation de marbre, etc.) et d'emplacement (artères de luxe à forte fréquentation). Par ailleurs, la grande taille de ces flagships (~4x la taille d'un magasin traditionnel) permet à la marque de mieux mettre en avant ses « nouvelles » catégories, en cohérence avec sa stratégie de diversification.

**Fig. 22: Un flagship est 4x plus grand qu'un magasin traditionnel :**



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Comme le met en exergue le tableau ci-dessous, Moncler va naturellement cibler les grandes destinations du shopping de luxe. Ainsi en 2016 la marque va inaugurer trois nouveaux flagships : à **New York** (1<sup>ère</sup> ville au monde pour les achats de luxe, soit 27 MdsEUR), à **Londres** (#3) et **Séoul** (#5). La plupart de ces villes profitent d'une clientèle locale importante, mais aussi de l'afflux de touristes, asiatiques pour la plupart, que ce soit en Europe ou en Asie (Tokyo, Séoul).

**Fig. 23: Moncler cible les principales destinations du shopping de luxe :**

Rank	Flag	City	Personal luxury goods market (EURbn)	2014-15 FX-n growth (country-wide, %)	Implications for Moncler
1		New York	27	0	Flagship store will open in <b>2016</b> (Madison Avenue)
2		Paris	13	10	1 <sup>st</sup> flagship store that opened in <b>2013</b> (Faubourg St Honoré)
3		London	12	5	Flagship store will open in <b>2016</b> (Bond Street)
4		Tokyo	9	9	Opened in October <b>2015</b> (Ginza district)
5		Seoul	8	4	Flagship store will open in <b>2016</b>
6		Hong-Kong	7	-25	Moncler "dreams to have one flagship store in HK"
7		Beijing	6	-1	No plans to open a flagship store so far
8		Milan	5	6	Moncler "dreams to have one flagship store in Milan"
9		Munich	4	14	No plans to open a flagship store so far
10		Dubai	3	0	First retail presence planned for <b>2017</b>
-		Moscow	3	-2	No plans so far but Russia is a "perfect market for Moncler"

Source: Bain & Company, Altgamma, Bryan, Garnier & Co ests



### 6.1.2. De nouveaux marchés à explorer

A fin 2015, les magasins en propre de Moncler étaient présents dans 24 pays, ce qui est peu en comparaison d'Hugo Boss (80 pays), de Prada (70) ou de Burberry (50 pays). Au vu du mix-produit de Moncler (~85% du CA provenant de *l'outerwear*, les collections automne/hiver représentent 75% du CA), le potentiel en matière d'expansion géographique est bien sûr plus limité que pour les autres groupes de luxe.

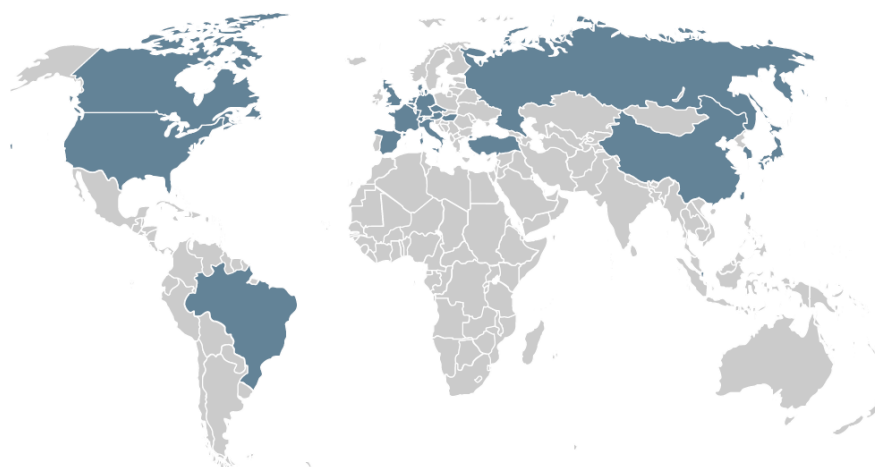
Toutefois cela n'a pas empêché la marque de s'implanter au Brésil (2013), à Singapour et Macao en 2015. Si l'implantation de magasins dans ces régions est une opportunité pour augmenter le poids de la collection printemps/été et des accessoires, une partie de cette clientèle visite aussi de plus en plus l'Europe même en hiver, voire les stations de sports d'hiver, il est donc important pour la marque de rester « connectée » à cette clientèle toute l'année.

Lors de l'*Investor Day*, le management a dévoilé quelques pays dans lesquels Moncler compte s'implanter d'ici 2018 :

- (i) **Dubaï, Suède et Australie en 2017** : fort d'une présence réussie en *Wholesale*, Moncler aimerait consolider sa présence à Dubaï en ouvrant une boutique dans le fameux *Dubai Mall*. Paradoxalement, la marque italienne n'était pas encore directement présente dans les pays nordiques, ce sera chose faite avec un premier magasin qui pourrait ouvrir en Suède. Enfin, la marque italienne compte ouvrir au moins 2 DOS en Australie à Melbourne (ville la plus proche des stations de ski australiennes) puis Sydney ;
- (ii) **Mexique en 2018** : le management n'a pas encore tranché entre une présence *Wholesale/Retail*, mais le choix du circuit *Wholesale* semble plus probable, peut être sous la forme d'un shop-in-shop au sein d'une chaîne mexicaine de grands magasins (ex : El Palacio de Hierro, etc.).

Selon nous, les ouvertures de magasins (environ 15 par an) seront donc plutôt localisés dans les pays où le groupe veut renforcer sa présence (ex : Canada, US, UK, Allemagne) que dans de nouveaux marchés.

**Fig. 24: Retail : Moncler était présent dans 24 pays à fin 2015 :**



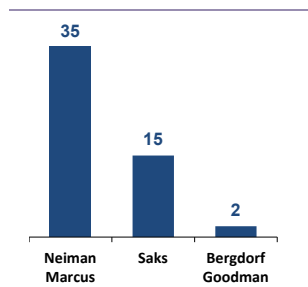
Source: Company Data

### 6.1.3. Non ce n'est pas la fin du *Wholesale* !

En 2015, les ventes *Wholesale* ont baissé de 5% à tcc uniquement à cause de la reprise des 12 magasins franchisés en Corée du Sud, la croissance étant restée *flat* hors impact lié à ces conversions malgré la fermeture de près de 100 points de vente l'an dernier (à 1 600), ce qui démontre que cette politique de rationalisation est moins pénalisante pour Moncler que pour d'autres groupes de luxe. Nos estimations, reprises dans le graphique de droite ci-dessous, prennent en compte une nouvelle réduction du nombre de points de vente en 2016 puisque le management table sur la fermeture d'environ 100 portes cette année (à 1 500).

Toutefois, sur le MT ce circuit reste important (est. BG : ~23% du CA total en 2018) dans la stratégie de développement à deux titres : **(i)** il développe la notoriété de la marque et sert de test préalable à l'ouverture d'un DOS dans un nouveau pays (ex. Suède et Australie) et **(ii)** il participe à la diversification puisque les nouvelles catégories représentent 25% du CA *Wholesale* vs. ~15% à l'échelle du groupe. Deux zones en particulier recèlent un potentiel de croissance :

Partenaires *Wholesale* en Amérique du Nord (à fin 2015):

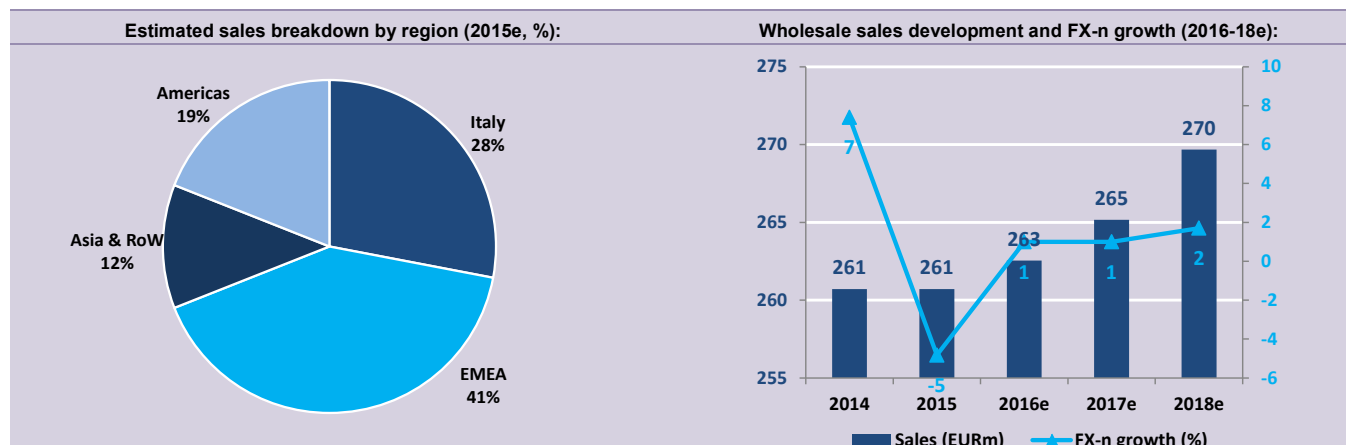


Source: Company Data

**(i) L'Amérique du Nord :** les *department stores* sont un débouché important pour les groupes de prêt-à-porter et Moncler n'échappe pas à la règle puisque selon nos estimations, le *Wholesale* représenterait environ 50% du CA de la zone. Comme le montre le graphique de gauche, Neiman Marcus et Saks sont les deux principaux partenaires de Moncler avec respectivement 35 et 15 corners. Maintenant que Saks appartient à la chaîne canadienne de grands magasins Hudson Bay's, Moncler pourrait en profiter pour étendre sa couverture au Canada. Rappelons toutefois que les *department stores* sont récemment entrés dans une guerre des prix qui impacte surtout le prêt-à-porter (Ralph Lauren et Hugo Boss en ont fait les frais) mais nous pensons que Moncler sera relativement épargné compte tenu de son positionnement haut de gamme ;

**(ii) Moyen-Orient :** l'inauguration d'un premier magasin en propre à Dubaï en 2017 pourrait être complétée par l'ouverture d'autres points de vente en *wholesale*. Au Moyen-Orient il existe deux principaux acteurs régionaux qui sont spécialisés dans la franchise de luxe : Chalhoub Group (Dubaï) qui gère plus de 650 magasins pour le compte de marques telles que Saks, Céline, Michael Kors, etc. et Al Tayer (Dubaï, >200 boutiques) qui collabore avec plusieurs marques de Kering, mais aussi Armani et Jimmy Choo.

Fig. 25: *Wholesale* : ~23% du CA 2018e vs. 30% en 2015 :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

## 6.2. Capitaliser sur la croissance soutenue des « nouveaux circuits »

Boutique Moncler située dans l'aéroport de H-K (ouverte en 2014):



Source: Bryan, Garnier & Co

Zone de shopping de luxe à Paris CDG:



Source: ADP

### 6.2.1. Moncler va accroître son exposition au *Travel Retail*

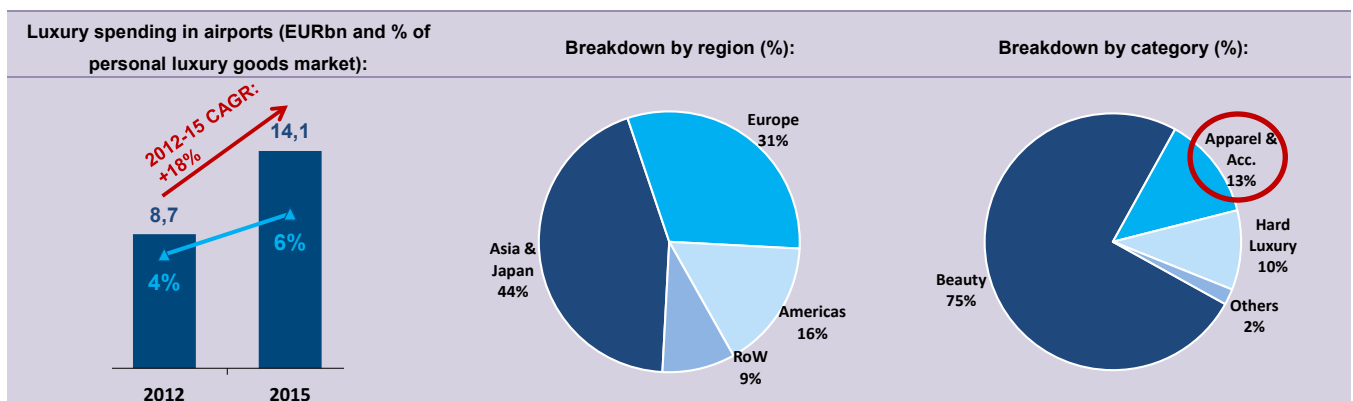
Ce circuit devient clairement incontournable pour tout le secteur du luxe, comme en témoigne la statistique suivante : 50% des achats de produits de luxe sont désormais effectués à l'étranger ! Comme le montre le graphique de gauche, les dépenses de luxe effectués au sein des aéroports a affiché un TCAM de 18% depuis 2012 pour atteindre plus de 14 MdsEUR à fin 2015. Le *Travel Retail* représente désormais près de 6% du marché mondial du luxe (253 MdsEUR) alors qu'il ne pèse que ~2% du CA de Moncler selon nos estimations.

Ce boom s'explique par trois phénomènes :

- (i) **La croissance naturelle du nombre de passagers**, en grande partie alimentée par l'envolée des touristes en provenance des pays émergents. En effet, selon le site spécialisé Air4casts, le trafic de passagers devrait progresser de 5,6% en moyenne sur la période 2015-18, dont +7,8% en Asie-Pacifique et +7% pour l'Amérique Latine ;
- (ii) **L'augmentation des dépenses par passager** : les aéroports construisent désormais de véritables artères commerçantes dédiées aux marques de luxe au sein de leurs terminaux, ce qui améliore l'expérience d'achat. L'augmentation des surfaces commerciales a aussi été bénéfique pour les marques qui ont pu élargir leur offre en magasin ;
- (iii) **L'augmentation de l'espace alloué au *Travel Retail*** : chez ADP, les surfaces commerciales ont augmenté de 19% entre 2011 et 2015, dont +35% en zone *duty-free*. En ce qui concerne l'accueil de magasins de luxe, l'Europe et l'Asie sont à un stade plus avancé que les US par exemple, où les groupes sont quasiment absents de tous les grands aéroports US.

Bien que les segments Prêt-à-porter et Accessoires ne représentent que 13% du total des dépenses de luxe réalisées dans les aéroports (cf. graphique de droite ci-dessous), ce circuit représente un potentiel de croissance important pour Moncler. Alors que les magasins en *Travel Retail* ont surface généralement plus réduite que celle des magasins traditionnels, ce qui peut handicaper certains grands groupes de luxe, cette caractéristique ne gêne aucunement Moncler (surface moyenne : ~110-130m<sup>2</sup> actuellement).

Fig. 26: Les dépenses de luxe en *Travel Retail* augmentent fortement :



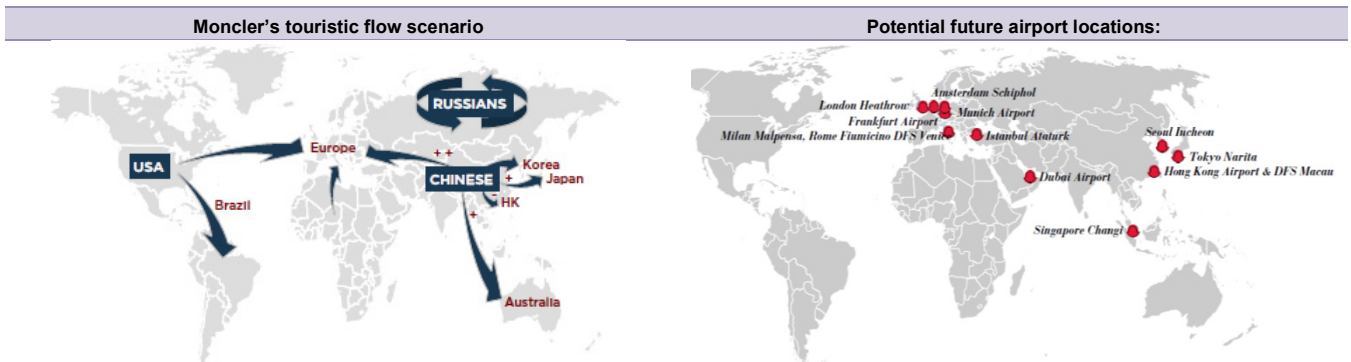
Source: Bain & Company, Altgamma

**Développement du *Travel Retail* : Moncler ciblera d'abord l'Europe et l'Asie**

A fin 2015, Moncler ne gérait que quatre DOS au sein d'aéroports (2 à Rome, 1 à Milan et 1 à H-K) et a reconnu que sa stratégie d'expansion en *Travel Retail* était encore en cours de réflexion quant au format à privilégier (*Retail ? Wholesale ? JV ?*). Par ailleurs, le management réfléchit à la création d'une *business unit* spécifique, à l'instar de groupes tels que L'Oréal, Luxottica ou Ferragamo.

Au sein des flux touristiques qui tirent la croissance de ce circuit, c'est évidemment les touristes chinois qui sont ciblés en priorité puisqu'ils ont été 109m à voyager en dehors de Chine et ont dépensé plus de 60 MdsUSD en produits de luxe à l'étranger en 2015. Selon les chiffres de l'OMT, ce seront près de 230m de chinois qui voyageront à horizon 2020 ! Par conséquent, Moncler cherche à cibler en priorité les aéroports qui desservent les destinations favorites de la clientèle asiatique en Europe et en Asie même si curieusement, Paris n'est pas listée dans le graphique de droite ci-dessous alors que la France a accueilli 2m de touristes chinois en 2015.

**Fig. 27: Cibler les aéroports par lesquels transitent les flux touristiques :**



Source: Company Data

Le tableau ci-dessous montre en effet qu'à l'exception de Tod's, Moncler est moins présent que ses pairs dans le TOP 15 des aéroports mondiaux, notamment Ferragamo et Burberry.

**Fig. 28: Classement des 15 aéroports les plus fréquentés et magasins mono-marques en *Travel Retail* (hors franchisés et multimarques) :**

Rank	Airport	Country	Total PAX in 2015	% change vs. 2014	Burberry	Ferragamo	Moncler	Hugo Boss	Prada/ Miu Miu	Tod's
1	Atlanta	USA	101.5	5.1	0	2	0	0	0	0
2	Beijing	China	89.9	4.4	0	3	0	1	0	0
3	Dubai	UAE	78.0	10.7	0	0	0	0	0	0
4	Chicago	USA	76.9	9.8	0	1	0	0	0	0
5	Tokyo Haneda	Japan	75.3	3.5	0	1	0	0	0	0
6	London Heathrow	UK	74.9	2.1	4	0	0	3	1 / 1	0
7	Los Angeles	USA	74.9	6.0	0	1	0	0	0	0
8	Hong-Kong	HK	68.5	8.1	1	1	1	1	1 / 1	0
9	Paris	France	65.8	3.1	1	0	0	1	3 / 1	1
10	Dallas	USA	64.2	1.0	0	0	0	0	0	0
11	Istanbul Ataturk	Turkey	61.3	7.7	1	0	0	0	0	0
12	Frankfurt	Germany	61.0	2.5	1	1	0	1	0	0
13	Shanghai Pudong	China	60.1	16.3	0	2	0	1	0	0
14	Amsterdam	The Netherlands	58.3	6.0	1	0	0	0	0	0
15	Jakarta Soekarno	Indonesia	57.0	0.0	0	0	0	0	0	0
-	<b>Total</b>	-	-	-	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>5 / 3</b>	<b>1</b>

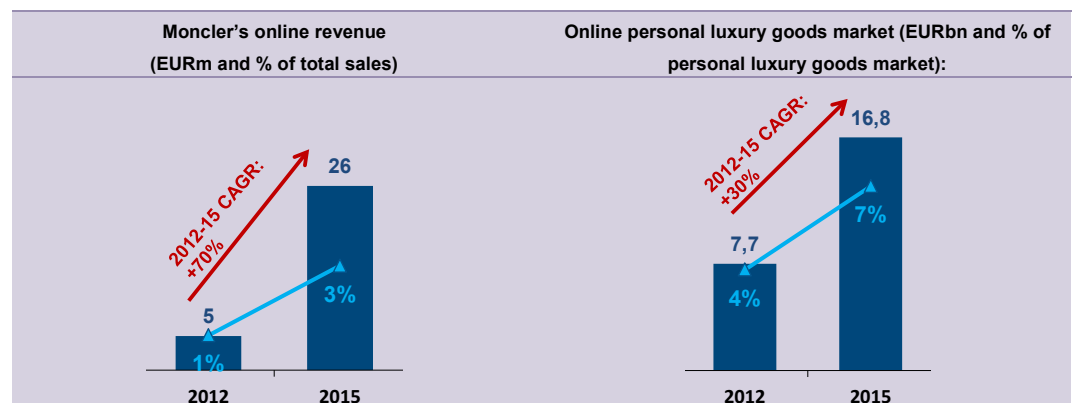
Source: Airports Council International, Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

### 6.2.2. Online : chi va piano va sano...

Moncler a inauguré sa plateforme de vente online en 2011, développée en partenariat avec Yoox. **Les ventes en ligne ont cru de 70% en moyenne entre 2012 et 2015 pour atteindre environ 3% du CA, voire 7% avec les clients *wholesale*.** Toutefois, cette exposition est moitié moindre que la moyenne pour le secteur luxe (~7% selon Bain et Altgamma). Selon nous, ce différentiel s'explique pour deux raisons principales :

- (i) **Un ticket moyen plutôt élevé** en ce qui concerne les doudounes (850-900EUR), la clientèle privilégie alors l'achat en magasin contrairement à d'autres articles de prêt-à-porter ou aux accessoires qui s'achètent plus facilement sur internet ;
- (ii) **Une exposition aux US encore limitée (~15% du CA)** : selon Bain, l'Amérique du Nord concentre 56% des achats online de produits de luxe, ce qui montre bien que les consommateurs nord-américains achètent plus facilement en ligne que les européens. Ce différentiel se voit aussi chez Hugo Boss qui réalise ~3% de son CA total en ligne, contre ~12% pour Ralph Lauren (qui est certes moins exposé au *businesswear*). Selon nous, le développement de Moncler aux US se fera de pair avec son activité online.

**Fig. 29: Poids de l'activité online chez Moncler vs. moyenne du secteur luxe :**



Source: Bain & Company, Altgamma, Bryan, Garnier & Co ests

Il est intéressant de noter que le site est disponible dans 35 pays alors que le groupe n'est présent que dans 24 pays. Comme l'indique le graphique ci-dessous, la plateforme pourrait être déployée dans trois marchés supplémentaires : l'Australie, la Corée du Sud et le Brésil, le groupe ayant déjà une présence *Retail* dans les deux derniers.

**Fig. 30: Le site marchand est déjà disponible dans 35 pays :**



Source: Company Data

## 7. Nos estimations 2016-18

### 7.1. Une histoire de croissance du CA

Bien que la marque soit bien établie en **Europe**, le potentiel de croissance reste important puisque le management ambitionne d'augmenter sa pdm dans des marchés importants tels que l'Allemagne ou le UK (~8 DOS à fin 2015). Plus globalement, la zone devrait continuer à attirer les flux touristiques, à condition que les taux de changes restent à ces niveaux.

Sans surprise la croissance 2016-18 sera principalement tirée par **l'Asie** et **l'Amérique du Nord** qui vont concentrer l'essentiel des ouvertures de magasins au cours des prochaines années. En Asie, Moncler poursuivra son développement en **Chine** et en **Corée du Sud** maintenant qu'elle gère en direct ses 17 DOS. Les **US** reste un marché prometteur pour la marque italienne, tant en *Retail* qu'en *Wholesale*, à condition de négocier étroitement avec les chaînes de grands magasins la politique de prix et la présentation des shop-in-shops pour minimiser le risque de dilution.

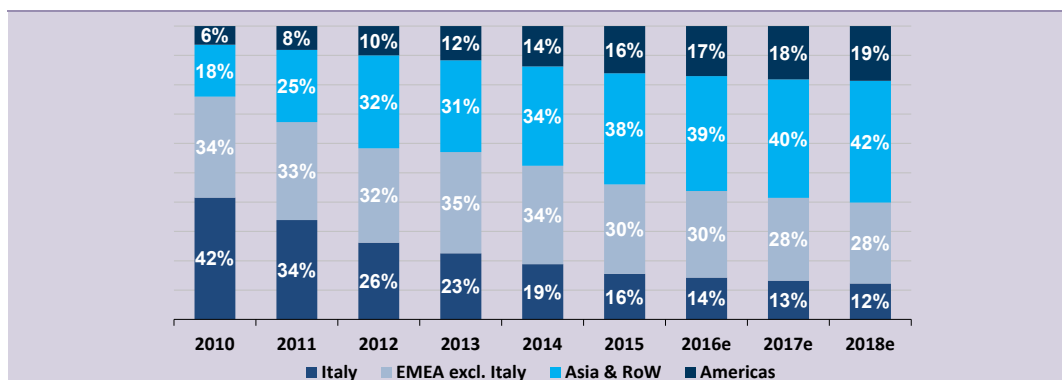
**Fig. 31: Nos prévisions par zone géographique (2016-18e) :**

EURm	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Italy</b>	<b>130.6</b>	<b>137.0</b>	<b>139.7</b>	<b>142.5</b>	<b>144.5</b>
% change	0	5	2	2	1
% change at constant FX	0	5	2	2	1
<b>EMEA excl. Italy</b>	<b>232.7</b>	<b>268.5</b>	<b>288.6</b>	<b>305.9</b>	<b>325.5</b>
% change	16	15	8	6	6
% change at constant FX	16	13	8	6	6
<b>Asia &amp; RoW</b>	<b>235.2</b>	<b>333.5</b>	<b>382.9</b>	<b>436.5</b>	<b>490.6</b>
% change	29	42	15	14	12
% change at constant FX	35	28	15	14	12
<b>Americas</b>	<b>95.7</b>	<b>141.4</b>	<b>166.9</b>	<b>196.3</b>	<b>220.1</b>
% change	42	48	18	18	12
% change at constant FX	42	27	20	18	12
<b>Total sales</b>	<b>694.2</b>	<b>880.4</b>	<b>978.1</b>	<b>1,081.2</b>	<b>1,180.7</b>
% change	20	27	11	11	9
% change at constant FX	21	19	12	11	9

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

A horizon 2018, l'Europe devrait représenter environ de 40% du CA total (dont 12% pour l'Italie) contre 46% à fin 2015.

**Fig. 32: Evolution du CA de Moncler par zone géographique (2010-18e en %) :**



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Nous prévoyons une croissance à magasins de comparables de 3% en 2016 et de 4% sur 2017-18 qui est prudente au regard de la performance récente (+8% en 2014 et +6% en 2015) mais qui se justifie par la volatilité actuelle. Toutefois cette prévision sera certainement l'une des plus élevées de notre échantillon luxe. Le **Retail** profitera aussi de l'ouverture d'une quinzaine de DOS par an tandis que nous tablons sur une légère hausse du **Wholesale** au cours de la période 2016-18.

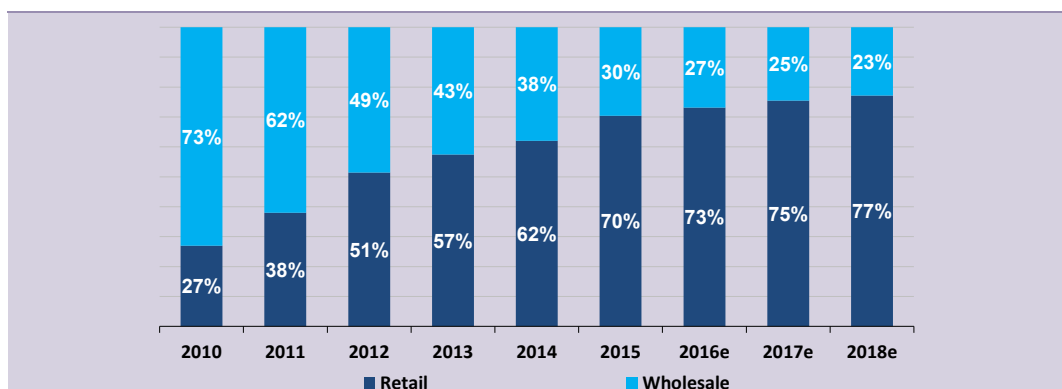
**Fig. 33: Nos prévisions par zone géographique (2016-18e) :**

EURm	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Retail sales</b>	<b>430.7</b>	<b>619.7</b>	<b>715.5</b>	<b>816.1</b>	<b>911.1</b>
% change	29	44	15	14	12
% change at constant FX	31	33	16	14	12
<b>SSSG</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>Wholesale sales</b>	<b>263.5</b>	<b>260.7</b>	<b>262.5</b>	<b>265.2</b>	<b>269.7</b>
% change	7	-1	1	1	2
% change at constant FX	7	-5	1	1	2
<b>Total sales</b>	<b>694.2</b>	<b>880.4</b>	<b>978.1</b>	<b>1,081.2</b>	<b>1,180.7</b>
% change	20	27	11	11	9
% change at constant FX	21	19	12	11	9

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

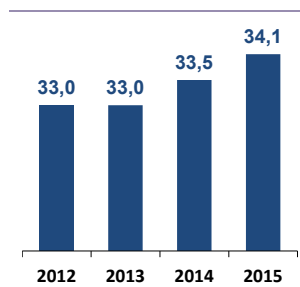
Le **Retail** pourrait donc quasiment représenter un peu moins de 80% du CA groupe en 2018, ce qui représenterait une belle performance pour un acteur fortement exposé à la catégorie du prêt-à-porter.

**Fig. 34: Evolution du CA de Moncler par circuit (2010-18e' en %) :**



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Evolution du taux de marge EBITDA (2012-15, en %) :



Source: Company Data

## 7.2. Rentabilité: comment rester au sommet?

Comme évoqué précédemment, l'histoire de croissance de Moncler pour la période 2016-18 sera surtout écrite par la **top line** plutôt que par l'appréciation des marges. En effet, bien que le groupe réalise près de 95% de son CA en prêt-à-porter, elle affiche une rentabilité très élevée (2015 : 34,1% de marge EBITDA et 30% de marge EBIT) grâce au poids grandissant du **Retail**, combinée à une forte croissance à magasins comparables.

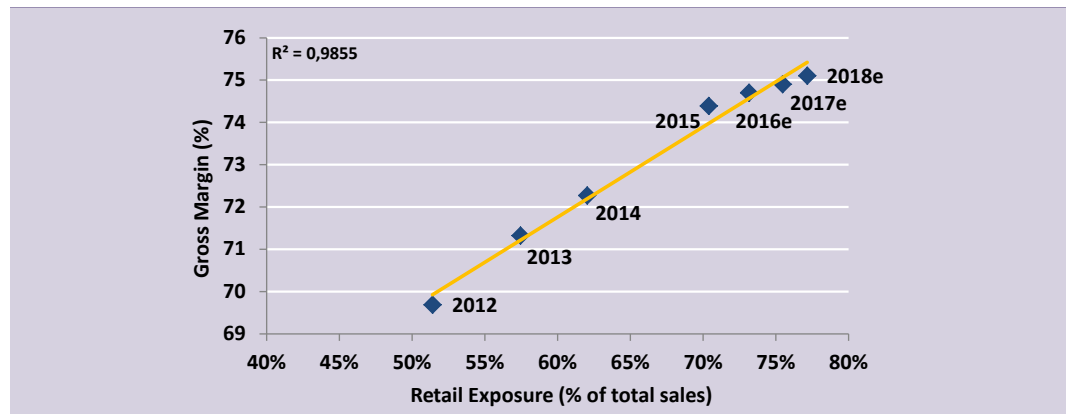
Pour Moncler, le challenge pour ces prochaines années sera donc de préserver ce niveau de rentabilité élevé dans un contexte de normalisation des croissances à magasins comparables, tout en continuant les ouvertures de magasins (=> inflation des opex) et la diversification vers les nouvelles catégories qui sont légèrement moins bien margées, bien que l'écart se réduise progressivement. **Nous pensons que le groupe sera capable de relever ce challenge.**

### 7.2.1. Maintenir cette « Retail Excellence »

#### La partie facile : augmenter le taux de MB grâce au mix-distribution favorable...

A l'instar des autres groupes de luxe, l'expansion du réseau de magasins a joué positivement sur le taux de MB, comme l'illustre le graphique ci-dessous qui confirme l'existence d'une forte corrélation entre l'appréciation du taux de MB chez Moncler et le poids grandissant de son réseau *Retail*. Lors de l'*Investor Day*, le management a indiqué le taux de MB du *Retail* avoisinait les 80% tandis que celui du *Wholesale* s'élevait à 60% environ.

Fig. 35: Le poids grandissant du Retail contribue à l'appréciation du taux de MB :



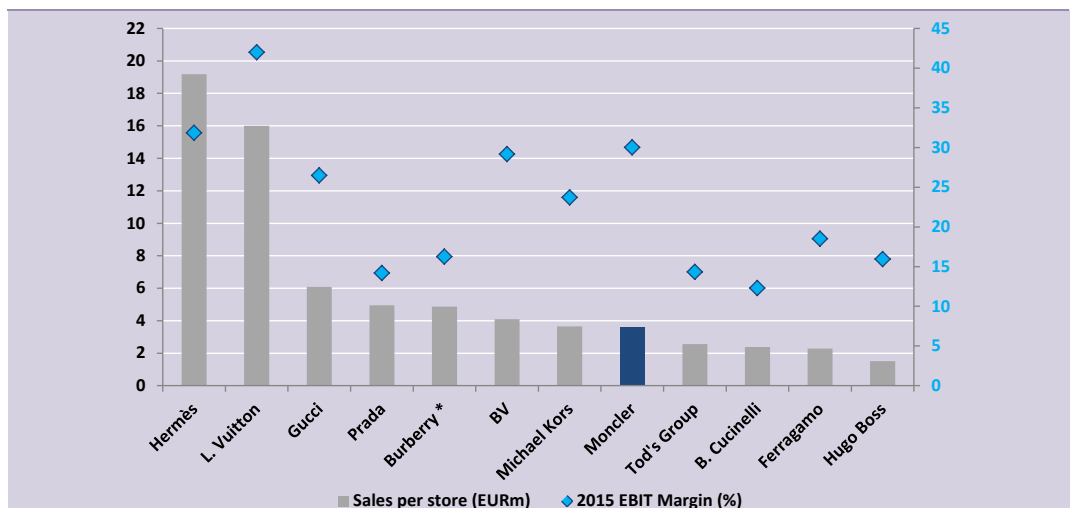
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

#### La partie difficile : maîtriser l'inflation des OPEX liés au développement du Retail...

Cette gestion des opex est d'autant plus difficile à contrôler que les croissances à magasins comparables ralentissent (deviennent même négatives pour certains groupes) alors que certains de ces coûts continuaient leur hausse encore récemment (ex : loyers en Chine, salaires).

Le graphique ci-dessous montre que la bataille des marges se situe à nouveau dans les magasins : s'il existe un rapport étroit entre le CA/magasin et le niveau de MOP du groupe, il est aussi important d'apprécier la densité commerciale (CA/m²). Par exemple chez Moncler, le CA/magasin n'est « que » de 3,6 MEUR/magasin (vs. 16 MEUR pour Hermès) mais possède l'un des ratios au m² (~30 KEUR/m²) les plus élevés du secteur, lui permettant d'afficher ce niveau de rentabilité très élevé (MOP : 30% en 2015 vs. 31,8% pour Hermès).

Fig. 36: Y-a-t-il toujours une corrélation entre le CA par magasin et la MOP ?



Note: BV = Bottega Veneta / Burberry: 2014/15 results

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

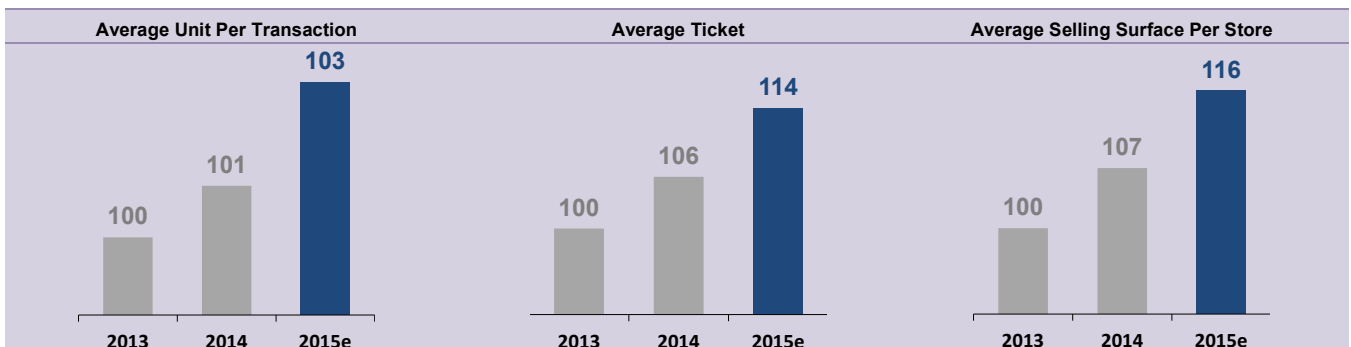


**... Moncler y est arrivé jusqu'à présent !**

Bien que la stratégie d'expansion *Retail* soit relativement récente chez Moncler, celle-ci a été bien maîtrisée jusqu'à présent, comme en témoigne la hausse des principaux indicateurs de performance présentés ci-dessous :

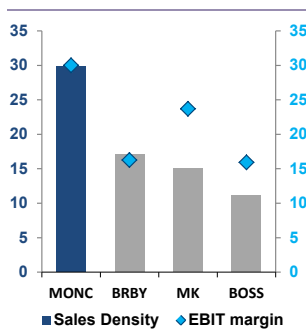
- (i) **L'indice de vente (+3 points vs. 2013)** : cette amélioration est liée au développement des nouvelles catégories, d'autant plus qu'elles sont désormais mieux mises en avant dans les magasins de la marque grâce au nouveau concept et à l'agrandissement des magasins ;
- (ii) **Le panier moyen (+14 points vs. 2013)** : cette évolution favorable du mix-prix confirme que Moncler dispose d'un *pricing power* élevé, qui repose sur son héritage et sa légitimité dans son cœur d'activité (vêtements d'extérieur). Précisions importantes : **1/** les nouvelles collections représentent ~70% du CA, rendant les hausses de prix plus faciles (tant que l'attractivité de la marque dure !) et **2/** Moncler ne pratique pas de soldes dans ces DOS à l'exception de ses *outlets* (~20 dans le monde) ;
- (iii) **La surface commerciale moyenne (+16 points vs. 2013)** : c'est la résultante de la volonté d'agrandir progressivement la taille des magasins (110m<sup>2</sup> en moyenne => 130m<sup>2</sup> d'ici 2018) afin de monter en gamme et mieux présenter les nouvelles catégories, sans oublier l'ouverture des *flagships* à travers le monde.

**Fig. 37: Les principaux KPIs du Retail sont en hausse (base 100 = 2013) :**



Source: Company Data

CA/m<sup>2</sup> (KEUR) et MOP (2015, en %) :



Note : MK = Michael Kors  
Source: Company Data

Malgré l'agrandissement des magasins, les hausses de l'indice de vente et du panier moyen ont permis à Moncler d'afficher l'un des ratios de CA/m<sup>2</sup> parmi les plus élevés du secteur (~30 KEUR/m<sup>2</sup>), qui se compare avec un ratio de ~17 KEUR/m<sup>2</sup> pour Burberry et 11 KEUR/m<sup>2</sup> pour Hugo Boss.

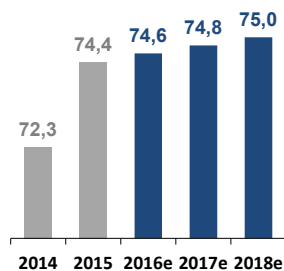
Parallèlement à ce ratio de CA/m<sup>2</sup> très élevé, la hausse des coûts a été bien gérée par le groupe grâce à une taille relativement réduite des magasins, qui impliquait une maîtrise des coûts des loyers et du personnel.

Ainsi le coût du personnel représentait environ 9% du CA total de Moncler en 2015, contre ~20% chez Hugo Boss ! Il est vrai que l'externalisation de l'intégralité de la production (avant 2015) explique en partie le différentiel.

## 7.2.2. Marge EBITDA 2015-18 : un nouveau plateau proche des 34% ?

## 7.2.3. Poursuite de l'appréciation du taux de MB...

Prévisions de taux de MB (2014-2018e, en % du CA) :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Le taux de MB de Moncler a déjà atteint l'un des niveaux les plus élevés du secteur du luxe, notamment en 2015 (+210pb à 74,4%) grâce à un mix-distribution très avantageux (+33% à tcc pour le *Retail* vs. -5% à tcc pour le *Wholesale*), le circuit *Retail* ayant accru sa part de 8 points (à 70%) dans le CA total.

Compte tenu de niveau élevé et d'une normalisation de la croissance dans le *Retail*, nous pensons que le taux de MB progressera à un rythme plus modeste (+30pb en 2016 et 20pb/an entre 2017-18) :

- (i) **Les catalyseurs** : la poursuite du développement du *Retail* (~77% du CA 2018e vs. 70% en 2015), la baisse du cours des principales matières premières utilisées (plumes, coton, matières synthétiques dérivées du pétrole) et le poids grandissant des pays émergents. Enfin, grâce à son *pricing power*, le potentiel d'amélioration du mix-prix reste intéressant ;
- (ii) **Les pressions/éléments à surveiller** : à partir de 2015, Moncler va progressivement internaliser une partie de sa production (jusqu'à 20-25% à d'ici à 2018), comme en témoigne le rachat de deux de ses sous-traitants en Roumanie, ce qui entrainera une légère hausse des COGS. Selon nous, la diversification vers les « nouvelles » catégories n'aura qu'un faible impact selon nous puisqu'elles ne devraient représenter qu'environ 20% du CA 2018e, (contre ~15% aujourd'hui) et leur rentabilité est en hausse.

## 7.2.4. ... mais nous tablons sur une quasi-stabilité de la marge EBITDA ajustée

Lors de l'IPO en décembre 2013, le management avait déjà annoncé qu'une hausse de la rentabilité était difficilement réalisable compte tenu du niveau déjà élevé et du développement *Retail*, ce qui n'a pas empêché la marge EBITDA ajustée de progresser de 110pb à 34,1% entre 2013 et 2015. Cette bonne surprise était le fruit d'une croissance à magasins comparables supérieure aux attentes, notamment tirée par la forte hausse des indicateurs abordés à la page précédente.

**Pourquoi avons-nous des estimations plus prudentes sur 2016-18 ?** Selon nous, elles sont justifiées par une « normalisation » de la croissance à magasins comparables (+3%e en 2016, +4%e en 2017-18) après avoir cru de 12% en moyenne sur 2012-15, ce qui implique un effet de levier opérationnel plus limité sur les coûts opérationnels :

- **Coûts de distribution (2018 : +130pb vs. 2015)** : la hausse provient naturellement de la hausse des coûts liés à l'expansion du réseau de DOS (loyers, salaires) et repose sur l'ouverture de ~15 DOS/an tandis qu'une normalisation de la croissance à magasins comparables sur la période 2016-18 implique un levier opérationnel moindre ;
- **A&P (+20pb vs. 2015)** : en raison d'investissements dans le digital, nous tablons sur une légère progression des dépenses marketing qui se situent déjà dans la moyenne du secteur. Outre la communication classique dans les médias, la marque italienne se repose beaucoup sur ses vitrines et communique ponctuellement autour d'expéditions polaires ou en montagne ;

- **G&A (-10pb vs. 2015)** : le management a confirmé au cours de *l'Investor Day* que le groupe investirait dans les différentes fonctions pour structurer le groupe qui est toujours en phase de croissance (diversification métier et géographique, expansion du réseau, etc.). Par conséquent nous ne prévoyons qu'un léger levier opérationnel pour ce poste.

Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que l'amélioration du taux de MB soit compensée par la hausse des coûts opérationnels, d'où notre prévision (prudente) de stabilité des marges EBITDA et EBIT sur la période 2016-18, reprises dans le tableau ci-dessous.

**Fig. 38: Nos prévisions de rentabilité (2016-18e) :**

EURm	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Sales</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
COGS	-27.7	-25.6	-25.3	-25.1	-24.9
<b>Gross Margin</b>	<b>72.3</b>	<b>74.4</b>	<b>74.7</b>	<b>74.9</b>	<b>75.1</b>
Selling Expenses	-26.4	-28.8	-29.5	-29.8	-30.1
A&P	-6.6	-6.6	-6.7	-6.8	-6.8
G&A	-9.5	-9.0	-9.1	-9.0	-8.9
<b>Total OPEX</b>	<b>-42.5</b>	<b>-44.4</b>	<b>-45.3</b>	<b>-45.6</b>	<b>-45.8</b>
<b>Adjusted EBITDA margin</b>	<b>33.5</b>	<b>34.1</b>	<b>33.8</b>	<b>33.8</b>	<b>33.8</b>
D&A	-3.8	-4.1	-4.4	-4.5	-4.5
<b>Adjusted EBIT margin</b>	<b>29.8</b>	<b>30.0</b>	<b>29.4</b>	<b>29.3</b>	<b>29.3</b>

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

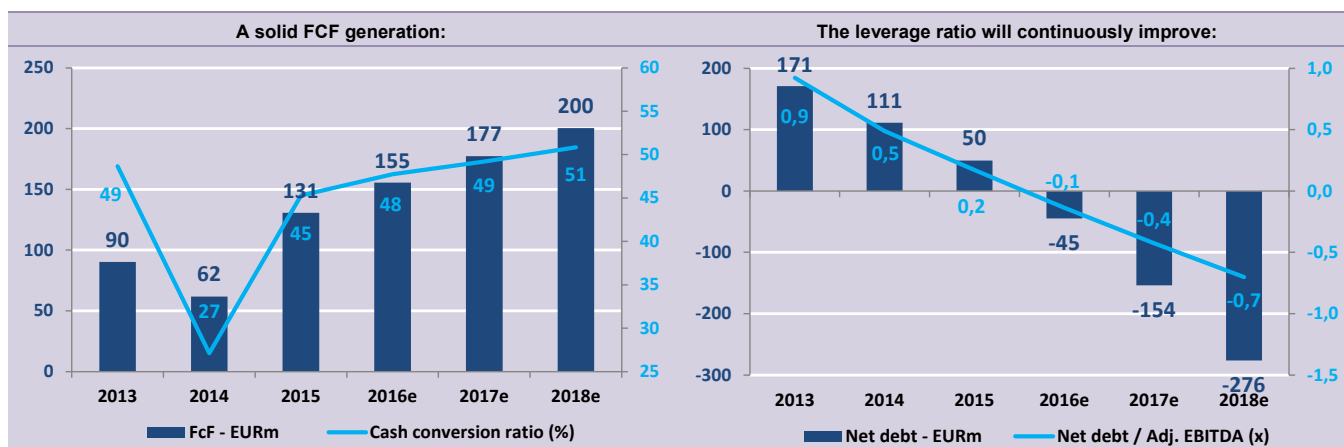
### 7.3. Une situation bilancielle très saine

Nos prévisions de génération de FCF sur la période 2016-18 reposent sur les hypothèses suivantes :

- **Un plan de capex compris entre 55-60 MEUR/an** : cette fourchette, communiquée par Moncler au cours de l'*Investor Day*, sera consacrée à environ 75% au *Retail*. Cela inclut donc la quinzaine d'ouvertures par an (dont 2-3 flagships/an) et le déploiement du nouveau concept *Retail* (agrandissements et/ou relocalisation de certains magasins). Le programme de capex devrait donc se réduire en % du CA à 5-6% du CA contre 7,2% en 2014 et 7,7% en 2015 ;
- **Une légère hausse de la variation de BFR** : le ratio variation de BFR/CA reste faible (~13% en 2015) au regard de celui affiché par Hugo Boss (~20%), ce qui s'explique surtout par son profil de *pure player* dans le prêt-à-porter (outerwear : ~85% du CA) qui limite le nombre de références. Toutefois la volonté d'augmenter le poids des nouvelles catégories devrait contribuer à une légère augmentation de la variation de BFR selon nous (+1 point d'ici 2018).

Compte tenu d'une forte génération de FCF (~155-200 MEUR/an), Moncler devrait être en situation de trésorerie nette dès la fin de cet exercice. Nous tablons sur un taux de *payout* qui devrait se stabiliser autour de 25% et nous ne pensons pas que Moncler soit à la recherche d'acquisitions après la cession de sa division *Sportwear* en novembre 2013, juste avant son IPO.

**Fig. 39: Une situation financière déjà saine et qui va continuer à s'améliorer :**



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

## Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 57,6%

NEUTRAL ratings 33,8%

SELL ratings 8,6%

## Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



## BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Geneva	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the FINMA	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062

### Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.