AZ STOCKS
Acciones de la A a la Z

Kering

Un portfolio de grandes marcas que depende de que Gucci vuelva a conectar con el consumidor

EQUITY RESEARCH

Noviembre 2026

azstocks.net

PERFIL DE LA EMPRESA

Kering

TESIS

Kering atraviesa el peor ciclo de su historia reciente, con ingresos en caída y un Gucci que perdió relevancia cultural. En este análisis evalúo si, aun siendo un negocio inferior a Hermès, el precio actual lo convierte en una inversión interesante.

LA EMPRESA

Kering es el tercer grupo de lujo del mundo por capitalización bursátil. Funciona como un holding de maisons independientes: Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga, Alexander McQueen, Brioni y una participación en Valentino, además de Kering Eyewear.

Gucci representa cerca del 50% de los ingresos, y esa concentración explica buena parte del problema: entre 2023 y 2025 los ingresos cayeron todos los años y el margen operativo pasó del 30,1% en 2019 al 11,1% en 2025.

PRECIO OBJETIVO
EUR 230

POTENCIAL
+22,9%

SECTOR
Lujo

MERCADO
Euronext París

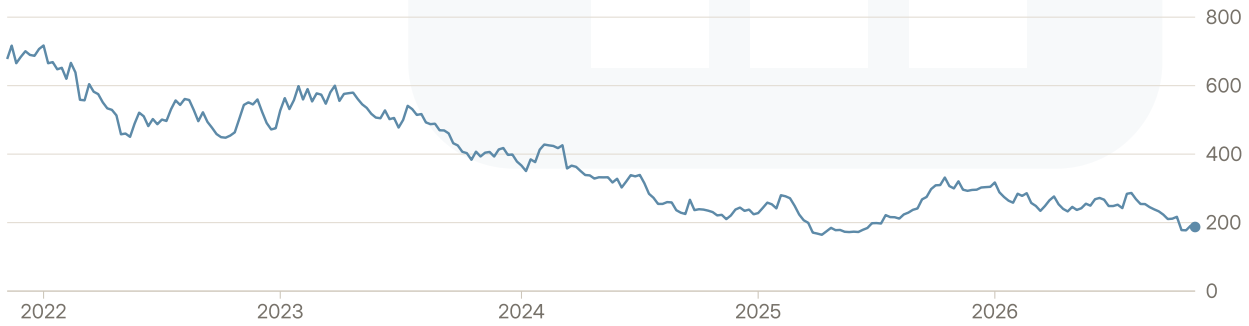
MONEDA
EUR

ÚLTIMA ACTUALIZACIÓN
Noviembre 2026

DATOS DE MERCADO AL 06/11/2026

PRECIO	RANGO 52 SEMANAS	VARIACIÓN 5 AÑOS	BETA (5 AÑOS)
EUR 187,20	173,50 – 325,55	-72%	1,48

COTIZACIÓN SEMANAL, ÚLTIMOS 5 AÑOS



Aviso legal

La información contenida en este documento tiene únicamente fines educativos e informativos. No constituye en ningún caso una oferta, recomendación o asesoramiento financiero, de inversión, legal o fiscal. Las opiniones expresadas reflejan un análisis personal y pueden estar sujetas a cambios sin previo aviso.

Invertir en los mercados financieros conlleva riesgos, incluyendo la posible pérdida total del capital invertido. Cada lector o inversor es responsable de realizar su propia investigación y, en caso necesario, consultar con un asesor financiero registrado antes de tomar decisiones de inversión.

El autor no asume responsabilidad alguna por pérdidas o daños derivados directa o indirectamente del uso de la información aquí presentada.

Contenido

01	Introducción	05
02	Modelo de negocio	08
03	Calidad del negocio	11
04	Equipo directivo y gestión del capital	16
05	Competitividad	18
06	Los alcistas vs. los bajistas	32
07	Valoración	33
08	Conclusión	37

SECCIÓN 01

Introducción

En 1963, un joven bretón llamado François Pinault, que había abandonado la escuela con apenas dieciséis años por el acoso que sufría de sus compañeros, fundó un negocio de madera. Décadas después, ese mismo hombre construiría uno de los mayores imperios del lujo europeo. La historia de Kering no empieza con un artesano en París ni con una familia aristocrática: empieza con un comerciante de madera en Bretaña que tuvo la visión de transformar un negocio de materiales en un conglomerado cultural global.

Kering es hoy el tercer grupo de lujo más grande del mundo por capitalización bursátil, detrás de LVMH y Hermès. Controla marcas como Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga, Alexander McQueen, Brioni, y tiene una participación significativa en Valentino. A diferencia de sus competidores más rentables, Kering es fundamentalmente un gestor de marcas de moda: compra talento creativo, construye narrativas aspiracionales, y vende al consumidor global la idea de pertenencia a una clase estética.

El ciclo 2023-2025 fue catastrófico para Kering. Los ingresos cayeron un 3,9% en 2023, un 12,1% en 2024 y un 14,7% en 2025. El margen operativo se derrumbó del 30,1% en 2019 al 11,1% en 2025. Gucci, que representa aproximadamente el 50% de los ingresos del grupo y una proporción aún mayor del beneficio operativo, ha perdido relevancia cultural de manera acelerada. El Debt/EBITDA llegó a 4,83x.

En esta tesis vamos a ver si Kering es hoy una inversión interesante. Sin duda alguna es un peor negocio que Hermès, pero veamos si aún así puede llegar a ser atractiva.

Para esto, primero hay que entender dos cosas: la historia del grupo como empresa y la mecánica específica del lujo aspiracional como industria. Ambas son extraordinarias por razones muy diferentes a las de Hermès.

Historia: de la madera al lujo

LOS ORÍGENES: FRANÇOIS PINAULT Y EL PIVOTE HACIA EL LUJO

François Pinault fundó su empresa en 1963 en Rennes como un negocio de comercio de madera y materiales de construcción. Durante dos décadas construyó un negocio sólido pero sin glamour y diferenciación. Lo que lo distinguía no era el sector elegido sino el método: adquisiciones disciplinadas, restructuraciones rápidas, y una disposición al riesgo que sus competidores no compartían.

El cambio estratégico llegó en los años ochenta. Pinault comenzó a adquirir empresas de distribución y retail: la cadena Conforama en 1991, la Fnac en 1994. Pero fue en 1999 cuando el grupo dio el salto que definiría su identidad para el siglo XXI: la adquisición del 42% de la maison Gucci, desencadenando una de las batallas corporativas más épicas de la historia del lujo europeo.

LA BATALLA POR GUCCI: PINAULT VS ARNAULT

A finales de los noventa, Gucci era una marca en proceso de resurrección bajo la dirección creativa de Tom Ford y la dirección ejecutiva de Domenico De Sole. Bernard Arnault, ya consolidado como el arquitecto de LVMH, había comenzado a acumular participaciones en Gucci con el objetivo claro de absorberla en su conglomerado. La respuesta de De Sole y el equipo directivo de Gucci fue buscar un caballero blanco que bloqueara la toma de control hostil.

Pinault entró como ese caballero blanco en 1999, adquiriendo una participación del 42% a través de su holding Artémis. La batalla legal y financiera que siguió duró años, involucró tribunales holandeses, acusaciones cruzadas de manipulación de mercado y una restructuración accionarial que resultó en la exclusión de Arnault. Pinault ganó. Gucci quedó fuera del alcance de LVMH. Y el grupo que entonces se llamaba Pinault-Printemps-Redoute (PPR) tenía ahora su apuesta estratégica en el lujo.

La ironía histórica es evidente: en el mismo período en que la familia Hermès se blindaba contra Arnault mediante el holding H51, Pinault se convertía en el principal obstáculo para las ambiciones expansionistas del mismo Arnault en otro frente. El lujo europeo de principios del siglo XXI es, en buena medida, la historia de cómo dos hombres compitieron por las mismas marcas durante veinte años.

LA CONSTRUCCIÓN DEL PORTFOLIO: 2000-2020

Bajo la gestión de François-Henri Pinault, hijo de François, que asumió la presidencia ejecutiva en 2005, el grupo aceleró su transformación hacia el lujo puro. En 2013, la empresa completó la venta de sus negocios de retail no relacionados con el lujo (Fnac, Redoute) y cambió su nombre de PPR a Kering, una palabra sin significado previo diseñada específicamente para ser pronunciada en cualquier idioma del mundo.

En ese período, Kering adquirió Bottega Veneta (2001), Balenciaga (2001), Alexander McQueen (2000), Stella McCartney (2001, con participación minoritaria), Brioni (2011), Pomellato (2013) y Ulysse Nardin (2014), entre otras marcas. Cada adquisición seguía la misma lógica: marcas con herencia artesanal verificable, posicionamiento premium y potencial de expansión geográfica en Asia.

El apogeo del portfolio llegó entre 2015 y 2018 bajo la dirección creativa de Alessandro Michele en Gucci. Michele transformó la estética de la casa con un maximalismo ecléctico que dominó la cultura pop global: logos omnipresentes, referencias históricas superpuestas, una aesthetics que se convirtió en el lenguaje visual de una generación de consumidores millennials con poder adquisitivo creciente. En 2017 y 2018, Gucci creció al 43% y 36% respectivamente. Los analistas comparaban a Kering con Hermès en términos de calidad de negocio. El múltiplo de valoración se acercó a los de las mejores empresas del sector.

EL COLAPSO CREATIVO Y LA CRISIS ESTRUCTURAL: 2022-2025

Lo que siguió a ese pico es la historia más instructiva del sector del lujo en la última década. En noviembre de 2022, Kering anunció la salida de Alessandro Michele como director creativo de Gucci. Su sustituto, Sabato De Sarno, presentó su primera colección en septiembre de 2023 con una estética radicalmente diferente: minimalismo, tonos tierra, referencias a los años noventa italianos. El mercado esperaba una reinvención. Lo que llegó fue una transición que el consumidor no adoptó. En paralelo, Kering ejecutaba una estrategia de elevación: cerraba canales mayoristas y outlets, subía precios y buscaba reducir la dependencia del consumidor aspiracional. La dirección puede que sea correcta (es exactamente lo que separa al lujo verdadero del lujo de percepción), el tiempo dirá si el consumidor lo ve de la misma forma. En mi opinión, el problema quizás fue el timing: dirección creativa en transición y, simultáneamente, el consumidor chino desapareció. La crisis inmobiliaria china devastó el efecto riqueza de la clase media alta aspiracional que compraba bolsos de Gucci como símbolo de ascenso social. Ese consumidor no compra Gucci cuando el mercado inmobiliario colapsa, tenía el bolso como señal de estatus y cuando el estatus ya no justifica el precio, deja de comprar.

La combinación fue letal: una dirección creativa en transición, un consumidor chino desaparecido, y un modelo de negocio que dependía de ambos simultáneamente. Los resultados de 2023, 2024 y 2025 documentaron el colapso en tiempo real. Kering se convirtió en el caso de estudio más comentado del sector sobre la diferencia entre lujo de verdad y lujo de percepción.

SECCIÓN 02

Modelo de negocio

Kering se define como un grupo de maisons de lujo y lifestyle. En la práctica, eso significa que actúa como holding operativo de un portfolio de marcas independientes, cada una con su propio equipo directivo, su propia dirección creativa y su propia identidad de marca, bajo un paraguas corporativo que centraliza funciones de soporte, finanzas y estrategia.

A diferencia de Hermès, que es una sola marca con múltiples categorías de producto, Kering es un portfolio de marcas diferentes que comparten infraestructura pero no identidad. Esa diferencia estructural tiene consecuencias profundas en la naturaleza del riesgo del negocio: una marca individual puede volverse irrelevante culturalmente, y cuando esa marca representa el 50% de los ingresos del grupo, el impacto es sistémico.

Las maisons y unidades del grupo

Kering reporta su negocio en cuatro segmentos principales: Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Other Houses (que agrupa Balenciaga, Alexander McQueen, Brioni y las marcas de joyería) y Kering Eyewear. Cada unidad tiene un perfil financiero diferente, y leer las métricas de cada una por separado es la forma más directa de entender por qué el grupo es tan dependiente de Gucci y qué activos tienen potencial de compensación.

GUCCI

Gucci es el motor del grupo y también su mayor vulnerabilidad. Con €5.992M de ingresos en 2025, representa el ~41% del total del grupo pero genera de manera desproporcionada más de la mitad del beneficio operativo consolidado. La trayectoria de los últimos tres años es la historia del colapso: de un margen operativo del 37,5% en 2021 al 16,1% en 2025. La designación de Demna Gvasalia (polémico en mi opinión) como nuevo director creativo a partir de julio 2025 marca el inicio de un nuevo ciclo creativo cuyo impacto en ventas todavía no es visible en los números anuales.

GUCCI — Métricas clave (€M)					
	2021	2022	2023	2024	2025
Revenue	9.731	10.490	9.862	7.654	5.992
Rec. Op. Income	3.655	3.745	3.482	1.588	966
Margen EBIT	37,5%	35,6%	35,3%	20,7%	16,1%
Var. Revenue YoY	—	+8%	-6%	-22%	-22%

SAINT LAURENT

Saint Laurent es el activo más estable del portfolio y el que mejor demuestra que Kering puede gestionar una marca de lujo con disciplina cuando la dirección creativa es estable. Bajo Anthony Vaccarello, la marca alcanzó su pico en 2022 con más de €1.000M de EBIT y margen superior al 30%. La caída de 2024-2025 fue significativa en volumen pero el margen se mantuvo en el 20%, uno de los mejores del sector para una marca de su escala. Es el principal argumento de que el problema de Kering es Gucci, no el modelo de gestión en sí.

SAINT LAURENT — Métricas clave (€M)					
	2021	2022	2023	2024	2025
Revenue	2.520	3.305	3.170	2.879	2.643
Rec. Op. Income	~660	>1.000	~970	593	529
Margen EBIT	~26%	>30%	>30%	20,6%	20,0%
Var. Revenue YoY	—	+31%	-4%	-9%	-8%

BOTTEGA VENETA

Bottega Veneta es el activo con el moat artesanal más genuino del portfolio. Su técnica intrecciato es difícil de replicar, sus productos tienen mercado secundario activo y su posicionamiento superpremium es el más defensivo del grupo. El número más revelador: en 2024, cuando Gucci caía un 22% y Saint Laurent un 9%, Bottega creció un 4%. En 2025 mantuvo ingresos estables con crecimiento comparable positivo del 3%, siendo la única maison grande del grupo con esa dinámica. El margen del 15,6% es bajo respecto a su potencial, pero refleja inversiones en comunicación y red de tiendas.

BOTTEGA VENETA — Métricas clave (€M)					
	2021	2022	2023	2024	2025
Revenue	~1.496	1.718	1.636	1.706	1.706
Rec. Op. Income	~280	366	312	255	~266
Margen EBIT	~19%	21%	19%	14,9%	15,6%
Var. Revenue YoY	—	+15%	-5%	+4%	0% (cc: +3%)

OTHER HOUSES

El segmento Other Houses agrupa Balenciaga, Alexander McQueen, Brioni y las marcas de joyería (Boucheron, Pomellato, Qeelin, DoDo). Es el segmento más heterogéneo y el que más sufrió en 2025: reportó una pérdida operativa de €112M, principalmente atribuible a McQueen, cuya reestructuración sigue en curso. Dentro del segmento, sin embargo, hay contrastes relevantes: Boucheron y Brioni mostraron crecimiento, y Balenciaga demostró resiliencia en Norteamérica bajo la nueva dirección de Pierpaolo Piccioli. Los datos de EBIT a nivel individual de cada marca dentro de este segmento no se publican por separado.

KERING EYEWEAR

Kering Eyewear es la unidad con el perfil de crecimiento más consistente del grupo y la que mejor diversifica el riesgo de dependencia en moda. Diseña, fabrica y distribuye gafas para las marcas del grupo más Lindberg y Maui Jim. Creció de €700M aprox. en 2021 a €1.631M en 2025, un CAGR cercano al 24%. El margen EBIT bajó del 20% a ~16% en 2025 por las inversiones en distribución, pero es un negocio estructuralmente sano.

KERING EYEWEAR — Métricas clave (€M)					
	2021	2022	2023	2024	2025
Revenue	~700	1.113	~1.350	~1.580	1.631
Rec. Op. Income	~80	203	~280	~310	252
Margen EBIT	~11%	18%	~21%	~20%	15,8%
Var. Revenue YoY	—	+58%	~+21%	~+17%	+3%

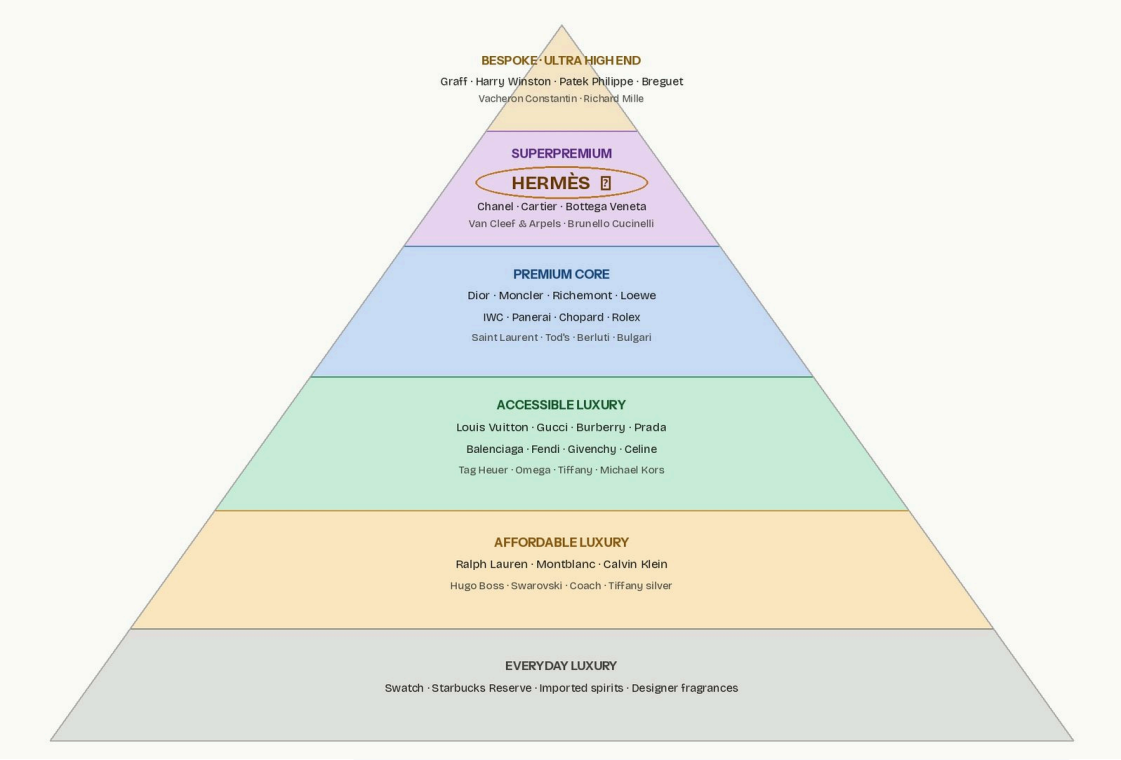
El modelo de distribución

Kering vende principalmente a través de tiendas propias y una red de distribución selectiva. A diferencia de Hermès, que opera exclusivamente a través de canales propios, Kering mantiene presencia en grandes almacenes de lujo en mercados donde la apertura de tiendas propias no es eficiente. Esa diferencia tiene consecuencias en el control de precio y en la percepción de exclusividad. Por este motivo, Kering empezó a cerrar canales mayoristas como comentaba al inicio para buscar elevar sus marcas.

La red de tiendas de Kering superaba las 1.700 en 2025, distribuidas entre las diferentes marcas del grupo. La densidad de tiendas de Gucci en particular es significativamente mayor que la de Hermès, lo que crea un dilema estructural: más tiendas implican más volumen pero también más presión sobre la percepción de exclusividad en el segmento aspiracional.

La pirámide del lujo: dónde se posiciona Kering

En la pirámide del lujo, Kering opera fundamentalmente en el nivel de **Accessible Luxury**, con algunas marcas intentando posicionarse en el **Premium Core** (Bottega Veneta, Saint Laurent en momentos de mayor relevancia creativa). Gucci es el caso paradigmático de una marca que durante la era Michele intentó escalar hacia el Superpremium sin tener los activos artesanales para justificarlo de manera permanente.

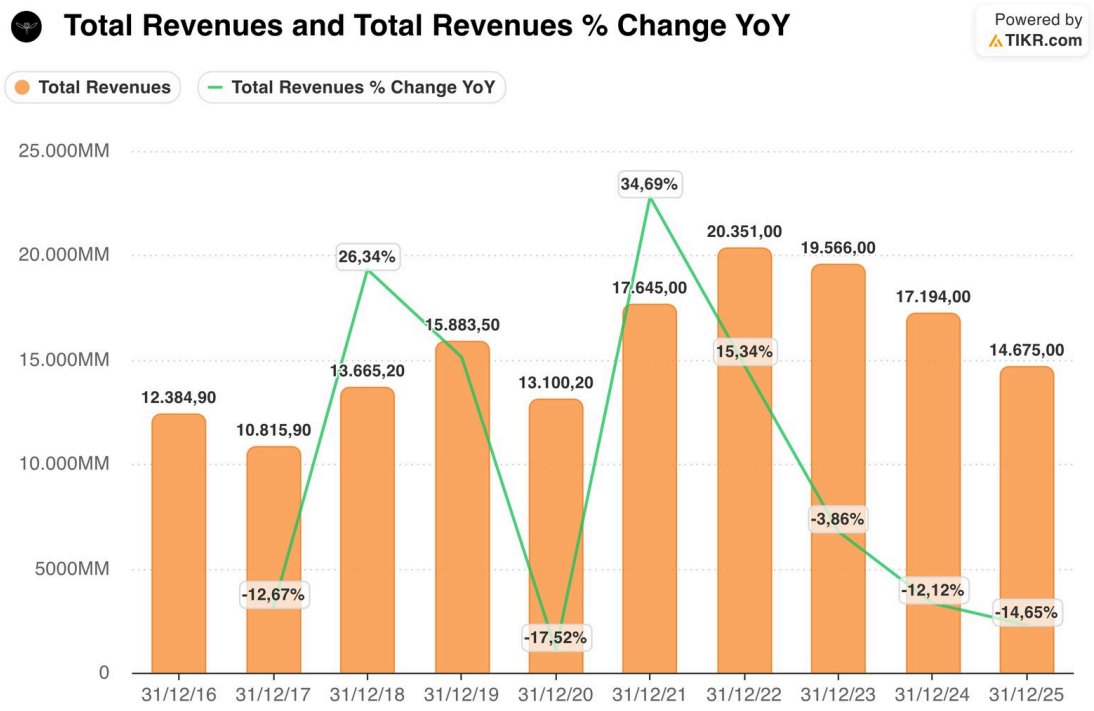


La diferencia entre el Accessible Luxury donde opera Gucci y el Superpremium donde opera Hermès no es solo de precio: es de mecánica de demanda. En el Accessible Luxury, el precio es un obstáculo que el consumidor supera cuando el ciclo económico lo permite. En el Superpremium, el precio es una señal de exclusividad que refuerza el deseo. Esa diferencia explica por qué Gucci sufre cuando la economía china se contrae, mientras que la Birkin mantiene lista de espera.

SECCIÓN 03

Calidad del negocio

Ventas



La trayectoria de ingresos de Kering en la última década es el caso más claro sobre la diferencia entre un negocio de lujo con moat estructural y uno que depende del ciclo creativo y del consumidor aspiracional.

Kering acumuló durante algunos años crecimientos de dos dígitos consistentes, impulsados principalmente por Gucci bajo Alessandro Michele. Los ingresos pasaron de €12.385M en 2016 a €15.884M en 2019, con un margen operativo que alcanzó el 30,1%. Muchos analistas de ese período argumentaban que Kering había cerrado la brecha de calidad con Hermès. Los números parecían justificarlo.

Lo que siguió demostró que esa tesis era incorrecta. En 2020, la pandemia golpeó a Kering más duramente que a Hermès: caída del 17,5% vs el 7,2% de Hermès. En 2021 y 2022, el rebote fue sólido. Pero desde 2023, los caminos divergieron de manera que no tiene precedentes entre empresas del mismo sector cotizadas en la misma bolsa.

Kering 2023: -3,9%. Kering 2024: -12,1%. Kering 2025: -14,7%. Los ingresos de 2025 (€14.675M) son inferiores a los de 2019 (€15.884M), borrando seis años de crecimiento. En el mismo período, Hermès creció del €6.883M en 2019 a más de €16.000M en 2025.

Lo relevante de esos números no es la magnitud de la caída en sí, sino el contexto: la pandemia fue universal y afectó a todo el sector. El colapso de 2023-2025 fue más específico en Kering. No solo fue un problema macroeconómico: fue un problema de posicionamiento de marca, concentración en un activo single (Gucci) y exposición al consumidor aspiracional chino que desapareció con la crisis inmobiliaria.

Últimos resultados: tercer trimestre de 2026

El 22 de octubre Kering presentó las ventas del tercer trimestre. Facturó **€3.350M, prácticamente lo mismo que un año antes (-1% comparable)**. En los primeros nueve meses las ventas llegaron a €10.570M, un 2% menos en términos reportados y estables en términos comparables. Después de tres años de caídas, es la primera vez que el grupo muestra algo parecido a una estabilización.

El problema sigue siendo Gucci. La marca facturó €1.290M en el trimestre, un 6% menos en términos comparables, con las tiendas propias cayendo un 9% por el menor tráfico en China continental y Japón. Excluyendo Gucci, las ventas en tiendas propias de las marcas de moda crecieron un 2%: Saint Laurent creció en Europa Occidental y Norteamérica, Bottega Veneta volvió a superar al resto y Balenciaga mostró resiliencia en marroquinería.

Lo más positivo vino de las unidades más chicas: Kering Jewelry creció un 11% comparable (€239M), con Boucheron y Pomellato liderando en Asia, y Kering Eyewear un 4% (€373M). El grupo también aceleró la racionalización de su red: en nueve meses cerró 105 tiendas netas y espera terminar el año con al menos 125.

Luca de Meo, CEO del grupo, fue claro: “la recuperación de Gucci sigue siendo nuestra prioridad”. Kering confirmó su objetivo de mejorar el margen operativo recurrente en 2026 gracias a la reducción de costos. El mercado, sin embargo, castigó la debilidad de Gucci: la acción cotiza hoy en torno a €187.

Análisis vertical

INCOME STATEMENT

Fiscal year Income Statement — % of revenue	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Total Revenues	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
Cost of Goods Sold	(37.1%)	(26.8%)	(25.4%)	(25.9%)	(27.4%)	(25.9%)	(25.3%)	(23.7%)	(26.5%)	(27.4%)	**(25.9%)**	**(25.8%)**
Gross Profit	**62.9%**	**73.2%**	**74.6%**	**74.1%**	**72.6%**	**74.1%**	**74.7%**	**76.3%**	**73.5%**	**72.6%**	**74.1%**	**74.2%**
Selling General & Admin Expenses	(25.4%)	(16.6%)	(15.2%)	(14.4%)	(15.8%)	(13.9%)	(13.9%)	(15.2%)	(17.5%)	(18.9%)	**(17.2%)**	**(15.9%)**
Total Operating Expenses	**(47.7%)**	**(48.3%)**	**(45.8%)**	**(44.1%)**	**(48.7%)**	**(45.6%)**	**(47.2%)**	**(52.0%)**	**(59.0%)**	**(61.5%)**	**(57.5%)**	**(53.1%)**
Operating Income	**15.2%**	**24.9%**	**28.9%**	**30.1%**	**23.9%**	**28.4%**	**27.5%**	**24.3%**	**14.5%**	**11.1%**	**16.6%**	**21.1%**
Interest Expense	(1.1%)	(1.1%)	(0.6%)	(1.1%)	(1.2%)	(0.9%)	(0.9%)	(1.8%)	(3.6%)	(4.2%)	**(3.2%)**	**(2.3%)**
EBT Incl. Unusual Items	**9.5%**	**21.3%**	**25.8%**	**27.3%**	**22.5%**	**25.6%**	**25.2%**	**21.7%**	**9.3%**	**2.7%**	**11.2%**	**16.9%**
Income Tax Expense	(2.4%)	(5.1%)	(6.4%)	(13.4%)	(5.8%)	(7.3%)	(7.0%)	(5.9%)	(2.7%)	(2.4%)	**(3.7%)**	**(5.1%)**
Net Income	**6.6%**	**16.5%**	**27.2%**	**14.5%**	**16.4%**	**18.0%**	**17.8%**	**15.2%**	**6.7%**	**0.5%**	**7.5%**	**11.6%**
EBITDA	19.0%	29.8%	32.5%	33.2%	28.3%	32.0%	31.1%	28.6%	20.2%	17.3%	**22.0%**	**25.8%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El análisis de la cuenta de resultados de Kering revela una empresa con una estructura financiera que ha deteriorado de manera acelerada en los últimos tres años. El gross margin del 72,6% en 2025 es alto en términos absolutos, pero está comprimido respecto al 76,3% de 2023. Esa compresión refleja el desapalancamiento operativo: con menor volumen, los costos fijos de producción y distribución representan una proporción mayor de los ingresos.

El margen operativo es donde el deterioro es más visible y más preocupante. El EBIT margin del 11,1% en 2025 es claramente inferior al 27,5% del 2022 y al 30,1% del 2019. Esa compresión de casi 20 puntos porcentuales en seis años refleja la combinación de desapalancamiento operativo (costos fijos sobre menor base de ingresos) e inversiones continuas en publicidad y distribución que no generaron el retorno esperado.

El margen neto del 0,5% en 2025 es el resultado de dos factores que se combinaron de manera especialmente adversa. Por un lado, una carga financiera creciente por el aumento del endeudamiento. Por el otro, una línea de impuestos que no solo no se comprimió con la caída del beneficio operativo, sino que lo hizo de manera desproporcionada hacia arriba. La razón es la Ley de Finanzas francesa de 2025 que introdujo una contribución excepcional del 41,2% para grandes grupos con más de €3.000M de facturación en Francia, calculada sobre la **media del impuesto pagado en 2024 y 2025**. Para Kering, eso signi-

ficó pagar una contribución parcialmente basada en los beneficios de 2024 (un año de mayor rentabilidad) aplicada sobre un 2025 de beneficio casi nulo. El efecto es brutal: un negocio deteriorado que debe asumir una carga fiscal desproporcionada.

La comparación con el análisis vertical de Hermès hace que los datos de Kering parezcan aún más severos: Hermès tiene un margen operativo del 41,8% y un margen neto del 28,3%. La brecha es de 30 puntos en margen operativo y de casi 28 puntos en margen neto. Esa no es una brecha cíclica: es una brecha estructural que refleja fundamentalmente la diferencia entre tener pricing power genuino (Hermès) y tener pricing power condicional a la relevancia creativa de una dirección artística (Kering/Gucci).

BALANCE SHEET

Fiscal year Balance Sheet — % of total assets	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Total Cash And Short Term Investments	**4.4%**	**8.4%**	**10.4%**	**8.4%**	**12.3%**	**16.9%**	**12.8%**	**9.5%**	**8.1%**	**10.5%**	**9.4%**	**11.5%**
Total Receivables	**5.4%**	**5.6%**	**4.4%**	**4.7%**	**5.5%**	**5.8%**	**4.6%**	**4.7%**	**3.9%**	**3.2%**	**3.9%**	**4.4%**
Inventory	10.1%	10.6%	11.3%	10.9%	10.2%	10.8%	13.2%	11.0%	9.2%	8.9%	**9.7%**	**10.6%**
Total Current Assets	**23.4%**	**28.6%**	**33.1%**	**27.8%**	**32.2%**	**36.7%**	**34.4%**	**28.8%**	**24.5%**	**26.1%**	**26.5%**	**30.1%**
Net Property Plant And Equipment	9.1%	8.9%	10.4%	25.3%	23.7%	23.4%	24.5%	25.0%	28.0%	22.3%	**25.1%**	**24.6%**
Long-term Investments	1.3%	0.9%	5.7%	4.5%	5.5%	2.8%	2.0%	5.0%	4.6%	5.6%	**5.1%**	**4.0%**
Goodwill	14.6%	13.4%	11.2%	9.3%	8.8%	9.3%	11.9%	17.2%	14.5%	8.9%	**13.5%**	**12.4%**
Other Intangibles	46.7%	43.6%	34.6%	26.7%	24.9%	22.6%	21.7%	19.8%	21.4%	19.3%	**20.2%**	**21.0%**
Total Assets	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
Total Current Liabilities	**20.3%**	**22.5%**	**30.0%**	**30.0%**	**24.0%**	**28.2%**	**25.1%**	**20.9%**	**22.1%**	**19.6%**	**20.8%**	**23.2%**
Long-Term Debt	17.0%	16.3%	14.6%	11.5%	13.6%	9.6%	12.8%	24.2%	24.4%	25.0%	**24.5%**	**19.2%**
Capital Leases	0.4%	0.3%	0.2%	13.3%	12.7%	12.3%	13.0%	10.9%	11.7%	12.2%	**11.6%**	**12.0%**
Total Liabilities	**50.4%**	**50.6%**	**52.9%**	**61.6%**	**57.0%**	**55.8%**	**56.4%**	**61.3%**	**63.7%**	**62.3%**	**62.4%**	**59.9%**
Total Equity	**49.6%**	**49.4%**	**47.1%**	**38.5%**	**43.0%**	**44.2%**	**43.6%**	**38.7%**	**36.3%**	**37.7%**	**37.6%**	**40.1%**
Total Debt	**22.5%**	**20.3%**	**18.4%**	**34.7%**	**34.5%**	**31.9%**	**35.0%**	**43.1%**	**46.5%**	**45.1%**	**44.9%**	**40.3%**
Net Debt	18.1%	11.9%	8.0%	26.2%	22.3%	15.0%	22.2%	33.6%	38.4%	34.6%	**35.5%**	**28.8%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El balance de Kering a finales de 2025 muestra el resultado de años de inversión agresiva en capacidad, adquisiciones y retornos de capital en un período de crecimiento que luego no se sostuvo. La deuda neta al 31 de diciembre de 2025 era de **€14.251M**, incluyendo pasivos por arrendamientos. Eso se compara con una posición de caja neta de €12.239M en Hermès.

El patrimonio neto ha caído de €16.010M en 2023 a €15.515M en 2025. La posición de goodwill e intangibles (marcas, principalmente) representa una proporción significativa del activo total, lo que genera sensibilidad a tests de deterioro en un contexto de resultados negativos.

El endeudamiento es el punto más crítico del balance. La deuda a largo plazo supera los €10.300M, con capital leases de €5.032M adicionales. Esa estructura fue construida en un período de tasas bajas y crecimiento fuerte. En el entorno actual, el servicio de la deuda consume una proporción creciente del EBITDA deteriorado.

CASH FLOW

Fiscal year Cash Flow — % of revenue	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Net Income	**6.6%**	**16.5%**	**27.2%**	**14.5%**	**16.4%**	**18.0%**	**17.8%**	**15.2%**	**6.7%**	**0.5%**	**7.5%**	**11.6%**
Total Depreciation & Amortization	**3.8%**	**4.9%**	**3.7%**	**7.8%**	**10.8%**	**8.2%**	**8.2%**	**9.4%**	**12.4%**	**14.0%**	**11.9%**	**10.4%**
Cash from Operations	**14.3%**	**27.9%**	**24.7%**	**16.4%**	**22.0%**	**27.6%**	**21.0%**	**22.8%**	**27.9%**	**21.5%**	**24.1%**	**24.2%**
Capital Expenditure	(4.9%)	(5.6%)	(6.1%)	(6.0%)	(6.0%)	(5.4%)	(5.3%)	(13.3%)	(19.6%)	(5.7%)	**(12.9%)**	**(9.9%)**
Cash Acquisitions	(0.0%)	0.0%	(0.1%)	(0.3%)	0.0%	(2.6%)	(7.7%)	(26.0%)	(0.2%)	(3.3%)	**(9.8%)**	**(8.0%)**
Cash from Investing	**(5.4%)**	**(6.7%)**	**(7.0%)**	**(7.5%)**	**(1.5%)**	**(2.6%)**	**(13.6%)**	**(37.3%)**	**(18.9%)**	**8.3%**	**(16.0%)**	**(12.8%)**
Total Debt Issued	**4.6%**	**2.8%**	**0.5%**	**9.1%**	**11.0%**	**1.2%**	**10.2%**	**32.6%**	**14.8%**	**5.4%**	**17.6%**	**12.8%**
Total Debt Repaid	**(8.9%)**	**(7.2%)**	**(10.5%)**	**(5.8%)**	**(12.9%)**	**(7.7%)**	**(8.5%)**	**(9.4%)**	**(11.7%)**	**(18.9%)**	**(13.3%)**	**(11.2%)**
Repurchase of Common Stock	–	–	(1.2%)	(2.5%)	(0.4%)	(3.0%)	(5.1%)	(0.1%)	–	–	**(0.0%)**	**(1.6%)**
Common Dividends Paid	(4.1%)	(5.4%)	(5.5%)	(8.3%)	(7.6%)	(5.7%)	(7.3%)	(8.7%)	(10.2%)	(5.0%)	**(8.0%)**	**(7.4%)**
Cash from Financing	**(10.2%)**	**(12.0%)**	**(17.6%)**	**(9.7%)**	**(12.4%)**	**(16.6%)**	**(10.5%)**	**12.1%**	**(11.2%)**	**(23.5%)**	**(7.5%)**	**(9.9%)**
Free Cash Flow	9.4%	22.3%	18.6%	10.4%	16.0%	22.2%	15.7%	9.4%	8.3%	15.9%	**11.2%**	**14.3%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El free cash flow de 2025 fue de €2.328M, una recuperación respecto a los €1.400M de 2024 pero aún por debajo de los niveles históricos. La caída del capex en 2025 (€830M vs €3.309M en 2024) fue la principal razón de la recuperación del FCF, señalando que la empresa está frenando inversiones ante el deterioro de los resultados operativos.

La calidad del FCF es una de las pocas noticias positivas en el perfil de Kering: incluso en el peor ciclo de su historia como grupo de lujo, la empresa sigue generando caja operativa positiva. Eso es el resultado de tener un portfolio de marcas con gross margins estructuralmente altos que no desaparecen incluso cuando los márgenes operativos se comprimen. El problema es que la caja generada no alcanza para cubrir el servicio de deuda y los retornos de capital simultáneamente.

Ratios financieros

- **Crecimiento**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Growth												
Revenue growth		(12.7%)	26.3%	16.2%	(17.5%)	34.7%	15.3%	(3.9%)	(13.8%)	(13.0%)	**(10.2%)**	**3.9%**
EBIT growth		42.7%	46.6%	21.1%	(34.4%)	60.0%	11.4%	(15.1%)	(48.6%)	(33.2%)	**(32.3%)**	**(5.1%)**
Diluted EPS growth		102.6%	56.7%	(16.3%)	(0.7%)	47.0%	15.4%	(16.8%)	(65.7%)	(102.9%)	**(61.8%)**	**(24.6%)**
Change in diluted shares (dilution / buybacks)		–	–	–	(0.8%)	–	(1.6%)	(0.8%)	0.8%	–	**0.0%**	**(0.3%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Las ventas cayeron tres años seguidos (-3,9%, -13,8% y -13,0% según los datos de Tikr) y el EBIT se redujo a menos de la mitad entre 2022 y 2025. A diferencia de otras empresas del sector, Kering no tiene un problema de dilución: la cantidad de acciones prácticamente no cambió en diez años.

- **Rentabilidad**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Profitability												
Gross margin	62.9%	73.2%	74.6%	74.1%	72.6%	74.1%	74.7%	76.3%	73.5%	72.6%	**74.1%**	**74.2%**
SG&A % revenue	25.4%	16.6%	15.2%	14.4%	15.8%	13.9%	13.9%	15.2%	17.5%	18.9%	**17.2%**	**15.9%**
R&D % revenue	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	**–**	**–**
EBIT margin	15.2%	24.9%	28.9%	30.1%	23.9%	28.4%	27.5%	24.3%	14.5%	11.1%	**16.6%**	**21.1%**
EBITDA margin (EBIT + D&A)	19.0%	29.8%	32.5%	37.8%	34.7%	36.6%	35.7%	33.7%	26.9%	25.1%	**28.6%**	**31.6%**
Net margin	6.6%	16.5%	27.2%	14.5%	16.4%	18.0%	17.8%	15.2%	6.7%	0.5%	**7.5%**	**11.6%**
Stock-based compensation % revenue	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	**–**	**–**
Effective tax rate	25.2%	23.9%	24.6%	49.1%	25.7%	28.3%	27.6%	27.4%	28.9%	90.1%	**48.8%**	**40.5%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El margen bruto se mantiene por encima del 72%, lo que confirma que el problema no está en el precio de venta. El deterioro está más abajo: los gastos de estructura pasaron del 13,9% de las ventas en 2022 al 18,9% en 2025, y el margen EBIT cayó del 28,4% en 2021 al 11,1%. El margen neto de 2025 (0,5%) está afectado además por la contribución fiscal extraordinaria en Francia.

- **Flujo de caja y reinversión**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Cash flow & reinvestment												
Cash from operations % revenue	14.3%	27.9%	24.7%	16.4%	22.0%	27.6%	21.0%	22.8%	27.9%	21.5%	**24.1%**	**24.2%**
FCF margin (TIKR FCF / revenue)	9.4%	22.3%	18.6%	10.4%	16.0%	22.2%	15.7%	9.4%	8.3%	15.9%	**11.2%**	**14.3%**
FCF conversion (FCF / net income)	142.9%	134.9%	68.4%	71.5%	97.5%	123.4%	88.5%	62.0%	123.6%	3233.3%	**1139.6%**	**726.1%**
Capex % revenue	4.9%	5.6%	6.1%	6.0%	6.0%	5.4%	5.3%	13.3%	19.6%	5.7%	**12.9%**	**9.9%**
D&A % revenue	3.8%	4.9%	3.7%	7.8%	10.8%	8.2%	8.2%	9.4%	12.4%	14.0%	**11.9%**	**10.4%**
Capex / D&A	1.3x	1.1x	1.6x	0.8x	0.6x	0.7x	0.6x	1.4x	1.6x	0.4x	**1.1x**	**0.9x**
D&A % beginning net PP&E		24.0%	22.2%	55.4%	20.6%	21.9%	22.9%	22.1%	20.3%	16.9%	**19.8%**	**20.8%**
Acquisitions % revenue	0.0%	(0.0%)	0.1%	0.3%	(0.0%)	2.6%	7.7%	26.0%	0.2%	3.3%	**9.8%**	**8.0%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El free cash flow resistió mejor que los resultados: 15,9% de las ventas en 2025. La clave fue el CapEx, que había saltado al 13-20% de las ventas en 2023-2024 por la compra de inmuebles emblemáticos en París, Milán y Nueva York, y volvió al 5,7% en 2025. También se ven las adquisiciones de 2023 (26% de las ventas), con la participación en Valentino y Creed.

- **Capital de trabajo**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Working capital												
Receivables days (DSO)	38.4	48.8	25.1	29.3	42.1	37.2	27.9	35.7	36.4	32.6	**34.9**	**34.0**
Inventory days (DIO)	193.2	339.7	254.2	262.9	289.3	268.7	316.3	358.0	325.2	334.3	**339.2**	**320.5**
Payables days (DPO)	87.3	156.2	78.5	71.9	151.4	138.9	160.3	173.1	170.9	172.5	**172.2**	**163.2**
Cash conversion cycle (DSO + DIO − DPO)	144.3	232.3	200.8	220.4	179.9	167.0	183.9	220.6	190.7	194.3	**201.9**	**191.3**
Deferred revenue % revenue	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	**–**	**–**
Operating NWC % revenue	10.6%	10.8%	3.6%	7.3%	15.5%	9.3%	12.2%	16.3%	15.2%	14.5%	**15.3%**	**13.5%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El inventario es el gran tema: Kering tiene más de 330 días de inventario, contra unos 270 días a principios de la década. Cuando las ventas caen más rápido que la producción, el stock se acumula. El ciclo de conversión de caja ronda los 190-200 días.

- **Retornos sobre el capital**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Returns on capital												
NOPAT = EBIT × (1 − normalized tax rate)	1,341	1,913	2,804	3,397	2,229	3,567	3,973	3,374	1,735	1,160	**2,089**	**2,762**
Invested capital = debt + equity − cash & ST inv.	16,327	15,668	11,765	17,563	18,267	18,406	22,321	29,909	32,354	29,766	**30,676**	**26,551**
ROIC = NOPAT / average invested capital		12.0%	20.4%	23.2%	12.4%	19.5%	19.5%	12.9%	5.6%	3.7%	**7.4%**	**12.2%**
ROIC incl. cash = NOPAT / average (debt + equity)		10.9%	17.6%	20.1%	10.7%	15.7%	15.8%	11.2%	5.0%	3.3%	**6.5%**	**10.2%**
Pre-tax ROIC = EBIT / average invested capital (reference)		16.8%	28.8%	32.6%	17.5%	27.4%	27.4%	18.2%	7.8%	5.3%	**10.4%**	**17.2%**
ROE = net income / average equity		14.5%	32.7%	22.5%	19.1%	24.6%	25.3%	19.4%	7.1%	0.5%	**9.0%**	**15.4%**
ROA = net income / average total assets		7.2%	15.8%	9.5%	7.8%	10.8%	11.1%	7.9%	2.7%	0.2%	**3.6%**	**6.5%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El ROIC pasó del 23% en 2019 a apenas 3,7% en 2025. El capital invertido creció de €18.000M a €30.000M (adquisiciones e inmuebles), mientras el NOPAT caía a la tercera parte. **Hoy Kering gana sobre su capital menos de lo que le cuesta.** La pregunta central de la tesis es si ese deterioro es cíclico o estructural.

- **Endeudamiento y liquidez**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Leverage & liquidity												
Net debt (debt − cash & ST inv.)	4,363	3,042	1,703	7,124	6,232	4,670	7,538	13,899	16,624	14,251	**14,925**	**11,396**
Net debt / EBITDA	1.9x	0.9x	0.4x	1.2x	1.4x	0.7x	1.0x	2.1x	3.7x	3.9x	**3.2x**	**2.3x**
Interest coverage (EBIT / interest expense)	13.9x	23.6x	46.8x	27.6x	19.2x	33.0x	30.9x	13.1x	4.0x	2.6x	**6.6x**	**16.7x**
Debt / (debt + equity), book	31.2%	29.1%	28.1%	47.4%	44.6%	41.9%	44.5%	52.7%	56.1%	54.5%	**54.4%**	**50.0%**
Current ratio	1.15	1.27	1.10	0.93	1.34	1.30	1.37	1.38	1.11	1.34	**1.28**	**1.30**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

La deuda neta (incluyendo arrendamientos) pasó de €4.670M en 2021 a €14.251M en 2025, casi 4 veces el EBITDA. La cobertura de intereses cayó de 33 a 2,6 veces. La venta de Kering Beauté a L'Oréal por €4.000M, cerrada en 2026, es la principal herramienta para reducir ese apalancamiento.

- **Remuneración al accionista y valoración**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Shareholder returns & market valuation (TIKR, at fiscal year end)												
Dividends + buybacks % FCF	43.4%	24.1%	36.4%	104.2%	50.3%	39.2%	78.6%	93.2%	122.6%	31.6%	**82.5%**	**73.0%**
EV / EBITDA	13.9x	17.0x	12.3x	15.0x	22.2x	16.5x	10.2x	10.4x	13.4x	21.0x	**14.9x**	**14.3x**
EV / revenue	2.6x	5.1x	4.0x	5.0x	6.3x	5.3x	3.2x	3.0x	2.7x	3.6x	**3.1x**	**3.5x**
P/E	33.1x	27.8x	13.9x	31.7x	34.5x	27.5x	16.1x	16.3x	25.8x	512.5x	**184.9x**	**119.6x**
FCF yield (FCF / market cap)	4.3%	4.9%	4.9%	2.3%	2.8%	4.5%	5.5%	3.8%	4.8%	6.3%	**5.0%**	**5.0%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Entre 2022 y 2024 Kering devolvió al accionista más del 80% de su free cash flow, incluso por encima del 100% en 2024, justo cuando el negocio empezaba a deteriorarse. En 2025 recortó el dividendo. La acción cerró 2025 a 21 veces EBITDA, un múltiplo alto sobre resultados muy deprimidos, con un FCF yield del 6,3%.

SECCIÓN 04

Equipo directivo y gestión del capital

François-Henri Pinault, Presidente

François-Henri Pinault es, en muchos sentidos, el heredero de una tradición empresarial más que artesanal. Hijo de François Pinault, asumió la presidencia ejecutiva del grupo en 2005 y condujo todas las grandes decisiones estratégicas hasta 2025: la desinversión de los negocios de retail no-lujo, el cambio de nombre de PPR a Kering, la construcción del portfolio actual y la respuesta (tardía, según muchos analistas) al colapso de Gucci.

Su filosofía de gestión es la del conglomerado disciplinado: autonomía creativa para cada maison, soporte corporativo centralizado, y una visión de largo plazo sobre el posicionamiento de cada marca dentro de la pirámide del lujo. Esa filosofía funcionó excepcionalmente bien cuando el ciclo era favorable. Su debilidad se reveló cuando el ciclo se volvió adverso: la autonomía creativa de Gucci incluyó la decisión de designar a Sabato De Sarno como sucesor de Alessandro Michele, una apuesta que el mercado todavía espera ver validada.

El management ha sido explícito sobre la naturaleza de la crisis: en la presentación de resultados de febrero 2026, reconoció que Gucci está en un proceso de "normalización" que llevará tiempo y que los resultados de 2025 no reflejan el potencial de la marca. Esa narrativa es la apuesta del management: que el deterioro es cíclico y creativo, no estructural, y que la marca puede recuperar relevancia bajo la nueva dirección artística.

Luca de Meo, CEO

En septiembre de 2025 Kering dio un paso que hasta hace poco parecía impensable: separar los cargos de presidente y CEO y traer a alguien de afuera del grupo y de la industria. **Luca de Meo**, el ejecutivo que lideró el turnaround de Renault, asumió como CEO, mientras François-Henri Pinault mantuvo la presidencia del directorio.

La elección dice mucho sobre el diagnóstico: Kering no necesita solamente una nueva dirección creativa, necesita disciplina operativa, reducción de costos, desapalancamiento y una asignación de capital más rigurosa. De Meo empezó por ahí: vendió el negocio de belleza a L'Oréal por €4.000M, aceleró el cierre de tiendas con baja productividad y redujo costos de estructura. Todavía es pronto para evaluar su gestión, pero el cambio de perfil del liderazgo es, en mi opinión, la mejor noticia de la compañía en los últimos tres años.

El dilema de la transición creativa en Gucci

La gestión de la transición creativa en Gucci es el capítulo más crítico de la historia reciente de Kering y el que más divide a los analistas. Hay dos lecturas posibles. La primera: la salida de Alessandro Michele fue inevitable porque su estética había agotado su ciclo y la marca necesitaba reinventarse. La segunda: la forma en que Kering manejó la transición, sin un período de solapamiento, sin una narrativa clara para el consumidor y en el peor momento del ciclo macro chino, transformó lo que podría haber sido una evolución en un colapso.

Lo que sí es claro es que Kering no tiene la ventaja que tiene Hermès frente a este tipo de riesgos: cuando el artesano que firma una Birkin se jubila, otro artesano formado en el mismo oficio le toma el relevo. Cuando un director creativo de Gucci se va, la marca entra en un período de incertidumbre que el mercado no puede valorar. Esa asimetría de riesgo es la diferencia más importante entre los dos modelos de negocio.

SECCIÓN 05

Competitividad

Análisis de la industria

El mercado global de bienes de lujo personales supera los €350.000M anuales. La dinámica fundamental del sector tiene una característica que lo distingue de casi cualquier otra industria: el precio puede ser una señal de calidad. Sin embargo, esa dinámica opera con intensidades muy diferentes según el nivel de la pirámide del lujo en que se encuentre la marca.

Para Kering, que opera fundamentalmente en el Accessible Luxury, la dinámica de precios es más compleja que para empresas como Hermès. El consumidor de Gucci compra cuando el ciclo económico es favorable y la marca está culturalmente relevante. Cuando alguna de esas dos condiciones falla, la demanda cae. Eso es exactamente lo que ocurrió en 2023-2025: el ciclo macro chino deterioró la condición económica y la transición creativa deterioró la relevancia cultural. Ambas condiciones fallaron simultáneamente.

El ciclo 2024-2025 fue el mejor test para entender la diferencia entre los distintos niveles de la pirámide. Las marcas de Accessible Luxury sufrieron las mayores contracciones. Las marcas de Superpremium (Hermès, Chanel) crecieron o se mantuvieron estables. Bottega Veneta, el activo de Kering más cercano al Superpremium, fue la marca del portfolio con mejor comportamiento relativo.

Principales competidores

LVMH

LVMH es el referente obligado de cualquier análisis del sector del lujo: el grupo más grande del mundo con 75 marcas, liderado por Bernard Arnault. Para Kering, LVMH es simultáneamente el principal competidor en el mercado de bolsos y accesorios aspiracionales y el modelo de gestión de conglomerado que Kering ha intentado replicar con menor escala y menor diversificación.

La diferencia clave entre LVMH y Kering no está en la filosofía de portfolio (ambos son conglomerados de marcas adquiridas) sino en la diversificación y en la posición de Louis Vuitton. LV genera más de €20.000M de ingresos anuales y tiene suficiente pricing power para sostener márgenes incluso en ciclos adversos. Kering no tiene un activo equivalente: Gucci en su mejor momento generó aproximadamente €10.000M, con márgenes estructuralmente inferiores a LV. En el ciclo adverso de 2024-2025, LVMH cayó un 1,7% y un 4,6%, mientras Kering cayó un 12,1% y un 14,7%. Esa diferencia de amplitud refleja la mayor fragilidad del portfolio de Kering ante la desaceleración del consumidor aspiracional.

HERMÈS

Hermès es el anti-Kering por definición y, como se discute en detalle en el análisis dedicado a esa empresa, opera en una categoría fundamentalmente diferente. Lo importante es entender por qué la comparación es instructiva pero no apropiada para valoración relativa.

Hermès tiene un moat artesanal de 187 años que hace que su demanda sea estructuralmente defensiva. Kering tiene un portfolio de marcas creativas cuya demanda es estructuralmente cíclica. Esa diferencia no es de grado sino de naturaleza. Un inversor que compra Kering esperando que se comporte como Hermès en una recesión está comprando la empresa equivocada. Un inversor que compra Kering entendiendo que es un negocio cíclico de calidad que puede recuperar rentabilidad en el próximo ciclo favorable está haciendo una apuesta diferente, más especulativa pero no necesariamente incorrecta.

RICHEMONT

Richemont compite con Kering marginalmente, principalmente en el segmento de joyería de alta gama donde Kering tiene exposición a través de Pomellato, Qeelin y Boucheron. En relojería y alta joyería, Richemont tiene una posición dominante (Cartier, Van Cleef & Arpels) que Kering no puede replicar con su portfolio actual.

La comparación de márgenes es desfavorable para Kering: Richemont tiene un EBIT margin del 21% en 2025 vs el 11,1% de Kering. Pero Richemont tiene su propia volatilidad: el ROIC bajó al 13,7% en 2025 desde el 25,5% de 2023, reflejando los ciclos de la alta relojería. En todo caso, Richemont no es el competidor directo principal de Kering.

MONCLER

Moncler es el competidor más interesante del universo para analizar en perspectiva comparativa porque demuestra que se puede construir un moat en el Accessible Luxury con disciplina suficiente. El gross margin de Moncler en 2025 fue del 78,1% y el EBIT margin del 28,9%, ambos muy por encima de los de Kering en el mismo período.

La diferencia fundamental es la concentración de producto: Moncler tiene un producto icónico (el plumífero) con un ciclo de demanda menos dependiente de la relevancia creativa de un director artístico. Gucci, en cambio, necesita una dirección creativa que genere deseo activo. Esa diferencia en la estructura del deseo explica por qué Moncler pudo mantener márgenes en el ciclo adverso mientras Kering no.

PRADA

Prada es el caso que más directamente se puede comparar con Kering porque representa exactamente lo que Kering necesita lograr: un turnaround exitoso de una marca de Accessible Luxury que había perdido relevancia. La Prada pre-2021 tenía problemas estructurales similares a los de la Gucci actual: márgenes comprimidos, posicionamiento confuso, dependencia excesiva del turismo de lujo.

El turnaround de Prada fue impulsado por la rejuvenecida Miu Miu, que capturó un momento cultural específico, y por una mejora del mix de producto hacia cuero y accesorios de alto margen. El EBIT margin de Prada subió del 5,6% en 2020 al 22,7% en 2025. Esa trayectoria es, implícitamente, el esce-

nario optimista para Kering: si la nueva dirección creativa de Gucci captura un momento cultural similar al de Miu Miu, la recuperación de márgenes puede ser rápida. El riesgo es que el mismo análisis aplicado a Gucci pre-Michele en 2014 habría llegado a la misma conclusión, y la reinvención de Michele tardó dos años en validarse.

BRUNELLO CUCINELLI

Brunello Cucinelli es la referencia del modelo artesanal en el segmento de ropa de lujo. Con ingresos en el rango de €1.200-1.400M y crecimientos del 10-12% incluso en el ciclo adverso de 2024-2025, Brunello Cucinelli demuestra que el modelo de producción limitada y precio alto tiene demanda estructural que sobrevive a los ciclos. Su posicionamiento en el Superpremium lo hace fundamentalmente diferente a Kering en filosofía de negocio.

Para Kering, Brunello Cucinelli es relevante como recordatorio de lo que Bottega Veneta podría ser si el grupo decidiera posicionarla de manera más radical en el segmento artesanal de alta producción y menor volumen. Ese camino existe pero requiere una disciplina de distribución que el actual modelo de tiendas de Kering no facilita.

Comparativa vs competidores

El universo de comparación son seis empresas cotizadas que el mercado clasifica como pares directos o cercanos de Kering: Hermès, LVMH, Richemont, Moncler, Brunello Cucinelli y Prada. Cada una tiene un perfil de negocio distinto, pero todas compiten por el mismo consumidor de alto patrimonio y son la referencia que los analistas usan para construir múltiplos de valoración comparativa. Los datos cubren 2016-2025, lo que incluye el ciclo completo: el crecimiento pre-pandemia, la caída de 2020, el boom post-reapertura de 2021-2022 y el ciclo adverso de 2024-2025.

Revenues

REVENUES										
% Change YoY	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	6,7%	7,5%	15,4%	-7,2%	40,6%	29,2%	15,7%	13,0%	5,5%	
Moncler SpA	14,7%	19,0%	14,6%	-11,5%	42,1%	27,2%	14,7%	4,2%	0,7%	
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	13,4%	9,8%	14,6%	-16,8%	43,8%	23,3%	8,8%	-1,7%	-4,6%	
Kering SA	-12,7%	26,3%	16,2%	-17,5%	34,7%	15,3%	-3,9%	-12,1%	-14,7%	
Brunello Cucinelli SpA	12%	8%	10%	-11%	31%	29%	24%	12%	10%	
Compagnie Financiere Richemont SA	-4%	3%	27%	2%	-8%	27%	19%	3%	4%	
Prada SpA	-23%	15%	3%	-25%	39%	25%	13%	15%	5%	

El análisis de ingresos en perspectiva histórica revela lo que los datos anuales por separado no transmiten con la misma claridad: Kering fue, entre 2016 y 2022, una de las historias de crecimiento más brillantes del sector. Y entre 2023 y 2025, la más dolorosa.

En el período de auge, Kering creció de €12.385M en 2016 a €20.351M en 2022, impulsado casi exclusivamente por Gucci bajo Alessandro Michele. Ese crecimiento superó al de LVMH en términos relativos durante los años pico y acercó los múltiplos de Kering a los de Hermès. El mercado, por un momento, creyó que el moat de Gucci era comparable al de la Birkin.

La pandemia de 2020 fue el primer aviso. Kering cayó un 17,5%, más que LVMH (-16,8%), mucho más que Hermès (-7,2%) y Moncler (-11,5%). Solo Prada, con una caída del 24,9%, lo hizo peor. Richemont, con -1,8%, y Hermès demostraron que la base de clientes ultra-wealthy es estructuralmente más

defensiva. Kering no tiene esa base: tiene al consumidor aspiracional chino, que desapareció antes y más rápido que cualquier otro segmento del lujo.

Lo que ocurrió desde 2023 no tiene precedentes entre empresas del mismo sector cotizadas en la misma bolsa en el mismo período. **Kering 2023: -3,9%. Kering 2024: -12,1%. Kering 2025: -14,7%.** En el mismo período, Hermès creció al 15,7%, 13,0% y 5,5% respectivamente. Brunello Cucinelli creció al 23,9%, 12,2% y 10,1%. Incluso LVMH, que también sufrió el ciclo adverso, solo cayó un 1,7% en 2024 y un 4,6% en 2025.

Como mencioné anteriormente, la explicación no es solo macroeconómica, sino que es más específica de Kering: concentración en Gucci, exposición al consumidor aspiracional chino y una transición creativa mal ejecutada en el peor momento del ciclo.

Márgenes

MARGINS

% Gross Margins	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	68%	70%	70%	69%	68%	71%	71%	72%	70%	71%
Moncler SpA	76%	77%	77%	78%	76%	77%	76%	77%	78%	78%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	65%	65%	67%	66%	64%	68%	68%	69%	67%	66%
Kering SA	63%	73%	75%	74%	73%	74%	75%	76%	74%	73%
Brunello Cucinelli SpA	48%	49%	49%	51%	49%	51%	54%	53%	53%	54%
Compagnie Financiere Richemont SA	64%	64%	65%	62%	60%	60%	67%	69%	68%	67%
Prada SpA	72%	74%	72%	72%	72%	76%	79%	80%	80%	80%

% Operating Margin	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	33%	35%	35%	34%	32%	40%	42%	43%	41%	42%
Moncler SpA	29%	29%	29%	30%	26%	28%	30%	30%	29%	29%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	19%	19%	21%	21%	19%	27%	27%	26%	23%	22%
Kering SA	15%	25%	29%	30%	24%	28%	27%	24%	15%	11%
Brunello Cucinelli SpA	13%	13%	13%	14%	4%	12%	15%	17%	17%	17%
Compagnie Financiere Richemont SA	19%	15%	17%	14%	11%	11%	23%	25%	24%	21%
Prada SpA	14%	12%	10%	10%	6%	15%	20%	22%	24%	23%

% Net Income Margin	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	21%	22%	24%	22%	22%	27%	29%	32%	30%	28%
Moncler SpA	19%	21%	23%	22%	21%	19%	23%	21%	21%	20%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	11%	13%	14%	13%	11%	19%	18%	18%	15%	13%
Kering SA	7%	17%	27%	15%	16%	18%	18%	15%	7%	0%
Brunello Cucinelli SpA	8%	10%	9%	9%	-6%	7%	9%	10%	9%	10%
Compagnie Financiere Richemont SA	20%	11%	11%	20%	7%	10%	12%	2%	11%	13%
Prada SpA	9%	8%	7%	8%	-2%	9%	11%	14%	15%	15%

La historia de márgenes es donde el colapso de Kering se vuelve más visible. La narrativa de los tres márgenes (gross margin, EBIT margin y net margin) cuenta historias distintas y complementarias.

En **gross margin**, Kering no es la empresa más débil del grupo. En 2025, su 72,6% es el cuarto más alto, detrás de Prada (80,3%), Moncler (78,1%) y prácticamente en línea con Hermès (71,1%). Ese gross margin estructuralmente alto es la prueba de que las marcas de Kering mantienen pricing power a nivel de producto: el problema no está en el precio de venta ni en el costo de fabricación, sino en los gastos operativos que convierten ese gross profit en beneficio operativo.

El **EBIT margin** es donde el colapso se hace evidente. En 2025, Kering tiene el margen operativo más bajo del grupo: 11,1%. La única empresa que se acerca a los niveles de Kering en el grupo es Brunello Cucinelli con 16,7%, pero en ese caso el margen bajo es consecuencia de fabricar todo artesanalmente en Italia, no de un deterioro operativo.

La trayectoria temporal hace el análisis aún más severo. Kering pasó del 30,1% de EBIT margin en 2019 al 27,5% en 2022 y al 11,1% en 2025. Esa es una compresión de casi 19 puntos en tres años, la más grande y más rápida de todo el grupo analizado. Hermès, en ese mismo período, subió del 34,4% al 41,8%. La brecha entre ambas empresas pasó de 4 puntos en 2019 a 30 puntos en 2025. Eso no es un ciclo: es la manifestación de la diferencia entre un moat artesanal y un moat creativo.

El **net margin** del 0,5% en 2025 es el número más preocupante de toda la comparativa. Ya comenté que se debe principalmente a un tema fiscal, pero ya venía en deterioro de años anteriores. Moncler tiene el 20,0%, LVMH el 13,5%, Hermès el 28,3%, Prada el 14,9%, Brunello Cucinelli el 9,6%. Kering es el único miembro del grupo que está prácticamente en el punto de equilibrio. Ese nivel de margen neto no ofrece ningún colchón ante deterioros adicionales: una caída de ingresos con costos fijos estables llevaría a Kering a pérdidas netas.

Balance Sheet

BALANCE SHEET

ASSETS

Total Cash And Short Term Investments	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	39%	43%	41%	44%	43%	48%	53%	52%	50%	50%
Moncler SpA	21%	29%	34%	30%	34%	22%	19%	21%	24%	25%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	7%	6%	7%	7%	19%	8%	8%	8%	9%	10%
Kering SA	4%	8%	10%	8%	12%	17%	13%	9%	8%	10%
Brunello Cucinelli SpA	11%	14%	11%	7%	7%	9%	9%	8%	11%	10%
Compagnie Financiere Richemont SA	39%	39%	52%	34%	29%	38%	41%	45%	46%	41%
Prada SpA	14%	19%	13%	6%	7%	14%	15%	9%	12%	11%

Accounts Receivable	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Moncler SpA	9%	9%	10%	7%	6%	5%	6%	7%	6%	5%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Kering SA	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	2%
Brunello Cucinelli SpA	11%	10%	12%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	5%
Compagnie Financiere Richemont SA	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Prada SpA	5%	6%	7%	5%	4%	5%	4%	5%	5%	4%

Total Current Assets	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	64%	66%	59%	62%	60%	64%	68%	69%	67%	65%
Moncler SpA	44%	52%	56%	45%	48%	34%	35%	38%	40%	40%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	33%	30%	32%	27%	37%	27%	30%	30%	32%	34%
Kering SA	23%	29%	33%	28%	32%	37%	34%	29%	25%	26%
Brunello Cucinelli SpA	62%	63%	62%	37%	36%	35%	36%	38%	39%	38%
Compagnie Financiere Richemont SA	71%	72%	77%	62%	55%	60%	63%	74%	73%	69%
Prada SpA	40%	41%	38%	24%	25%	31%	33%	28%	29%	28%

Net Property Plant And Equipment	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	22%	19%	28%	25%	28%	25%	21%	20%	21%	23%
Moncler SpA	11%	10%	11%	31%	29%	21%	23%	22%	23%	25%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	20%	20%	20%	32%	28%	27%	28%	30%	31%	31%
Kering SA	9%	9%	10%	25%	24%	23%	25%	25%	28%	22%
Brunello Cucinelli SpA	26%	26%	25%	58%	57%	57%	54%	52%	50%	52%
Compagnie Financiere Richemont SA	12%	13%	9%	10%	19%	17%	16%	17%	18%	20%
Prada SpA	32%	32%	34%	57%	55%	51%	49%	53%	53%	49%

Goodwill	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%
Moncler SpA	14%	11%	10%	6%	6%	14%	13%	12%	11%	10%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	17%	20%	18%	17%	15%	21%	18%	17%	14%	13%
Kering SA	15%	13%	11%	9%	9%	9%	12%	17%	14%	9%
Brunello Cucinelli SpA	0%	2%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Compagnie Financiere Richemont SA	1%	1%	1%	12%	11%	10%	9%	1%	2%	2%
Prada SpA	11%	11%	11%	7%	8%	7%	7%	7%	6%	14%

Other Intangibles	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Moncler SpA	23%	20%	17%	11%	10%	25%	23%	22%	20%	19%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	22%	24%	23%	18%	16%	20%	19%	18%	18%	16%
Kering SA	47%	44%	35%	27%	25%	23%	22%	20%	21%	19%
Brunello Cucinelli SpA	7%	5%	6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Compagnie Financiere Richemont SA	2%	1%	1%	10%	8%	7%	6%	1%	1%	1%
Prada SpA	8%	9%	9%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	3%

LIABILITIES

Accounts Payable	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	7%	6%	5%	4%	3%	3%	4%	3%	3%	3%
Moncler SpA	12%	12%	14%	10%	8%	8%	10%	11%	10%	9%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	7%	7%	7%	6%	5%	6%	7%	6%	6%	6%
Kering SA	5%	5%	3%	3%	5%	6%	7%	5%	5%	5%
Brunello Cucinelli SpA	15%	15%	15%	9%	8%	9%	10%	12%	10%	9%
Compagnie Financiere Richemont SA	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Prada SpA	6%	7%	7%	5%	4%	6%	5%	6%	6%	6%

Current Liabilities	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	22%	20%	20%	20%	17%	19%	17%	16%	16%	13%
Moncler SpA	24%	22%	23%	22%	20%	21%	21%	20%	19%	16%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	21%	21%	23%	23%	23%	22%	23%	23%	23%	21%
Kering SA	20%	23%	30%	30%	24%	28%	25%	21%	22%	20%
Brunello Cucinelli SpA	35%	29%	33%	27%	29%	25%	29%	31%	28%	27%
Compagnie Financiere Richemont SA	21%	19%	25%	22%	19%	23%	26%	30%	28%	24%
Prada SpA	17%	19%	21%	18%	19%	20%	20%	19%	20%	20%

Long-Term Debt	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Moncler SpA	7%	5%	5%	3%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	6%	10%	8%	5%	13%	10%	8%	8%	8%	9%
Kering SA	17%	16%	15%	12%	14%	10%	13%	24%	24%	25%
Brunello Cucinelli SpA	9%	8%	5%	3%	6%	6%	4%	2%	9%	11%
Compagnie Financiere Richemont SA	2%	2%	17%	14%	13%	17%	15%	15%	14%	11%
Prada SpA	11%	13%	10%	8%	7%	7%	5%	4%	3%	12%

Capital Leases	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	0%	0%	11%	9%	13%	11%	9%	8%	8%	8%
Moncler SpA	0%	0%	0%	21%	19%	14%	15%	13%	14%	16%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	1%	0%	0%	11%	10%	9%	9%	10%	10%	9%
Kering SA	0%	0%	0%	13%	13%	12%	13%	11%	12%	12%
Brunello Cucinelli SpA	0%	0%	0%	39%	40%	40%	36%	33%	33%	33%
Compagnie Financiere Richemont SA	0%	0%	0%	0%	9%	8%	8%	8%	9%	9%
Prada SpA	0%	0%	0%	28%	26%	23%	23%	22%	23%	23%

EQUITY

Additional Paid In Capital	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Moncler SpA	9%	11%	11%	7%	6%	17%	16%	15%	14%	13%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	4%	4%	3%	2%	2%	2%	1%	0%	0%	0%
Kering SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brunello Cucinelli SpA	13%	13%	12%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%
Compagnie Financiere Richemont SA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%
Prada SpA	9%	9%	9%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	4%

Retained Earnings	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	18%	18%	17%	15%	13%	18%	19%	21%	20%	19%
Moncler SpA	44%	49%	48%	42%	50%	40%	45%	49%	50%	52%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	7%	8%	9%	7%	4%	10%	10%	11%	8%	8%
Kering SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brunello Cucinelli SpA	33%	41%	43%	23%	18%	21%	22%	26%	24%	24%
Compagnie Financiere Richemont SA	60%	61%	49%	51%	45%	42%	40%	36%	35%	39%
Prada SpA	7%	5%	4%	4%	-1%	4%	6%	9%	10%	8%

El análisis comparativo del balance revela diferencias que van mucho más allá del ciclo y que dicen bastante sobre las decisiones de asignación de capital de cada empresa durante los años de bonanza.

El dato más llamativo es la posición de caja. Hermès tiene el 50,3% de sus activos en caja e inversiones a corto plazo. Kering tiene el 10,5%, en línea con LVMH (9,5%) y por debajo de Richemont (40,9%) y Moncler (24,5%). Esa diferencia no es accidental: Kering utilizó los flujos de caja de los años de crecimiento para financiar adquisiciones, retornos de capital y expansión de red de tiendas. Hermès los acumuló. La diferencia entre ambas estrategias se vuelve crítica cuando llega el ciclo adverso: Hermès tiene €12.239M de caja neta para operar con independencia total del mercado de capitales. Kering tiene €14.251M de deuda neta que necesita servir en un momento de EBITDA deteriorado.

En goodwill e intangibles, Kering tiene una de las posiciones más altas del grupo: goodwill de €3.666M (8,9% del activo) e intangibles de €7.962M (19,3% del activo). Esas cifras reflejan el precio pagado por las adquisiciones históricas (Gucci, Bottega Veneta, Balenciaga) que quedó registrado en el balance. En un contexto de deterioro de resultados, esas posiciones son vulnerables a tests de deterioro (impairment) que podrían impactar el patrimonio neto.

En deuda a largo plazo, Kering tiene el 25,0% de sus activos financiados con deuda a largo plazo, la cifra más alta del grupo. LVMH tiene el 8,8%, Moncler prácticamente cero, Hermès cero. Brunello Cucinelli, que también está en un ciclo de expansión financiada con deuda, tiene el 11,1%. La estructura de endeudamiento de Kering fue construida en un período de tasas bajas y crecimiento fuerte. Refinanciarla en el entorno actual, con un EBITDA deteriorado y tasas más altas, tiene un costo real.

Ratios de liquidez

RATIOS

LIQUIDITY

Current [Current Assets / Current Liabilities]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	2,96x	3,29x	2,90x	3,01x	3,62x	3,43x	3,94x	4,40x	4,26x	4,99x
Moncler SpA	1,86x	2,40x	2,40x	2,08x	2,47x	1,64x	1,68x	1,89x	2,16x	2,42x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	1,51x	1,41x	1,40x	1,17x	1,58x	1,23x	1,26x	1,32x	1,41x	1,58x
Kering SA	1,15x	1,27x	1,10x	0,93x	1,34x	1,30x	1,37x	1,38x	1,11x	1,34x
Brunello Cucinelli SpA	1,79x	2,12x	1,85x	1,34x	1,25x	1,41x	1,24x	1,24x	1,40x	1,42x
Compagnie Financiere Richemont SA	3,42x	3,70x	3,07x	2,74x	2,86x	2,61x	2,42x	2,47x	2,65x	2,90x
Prada SpA	2,38x	2,17x	1,79x	1,38x	1,35x	1,53x	1,63x	1,49x	1,48x	1,38x

Quick [(Cash + Marketable securities + Receivables) / Current Liabilities]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	2,21x	2,56x	2,32x	2,33x	2,74x	2,75x	3,20x	3,49x	3,35x	3,99x
Moncler SpA	1,33x	1,93x	1,92x	1,70x	2,06x	1,33x	1,26x	1,43x	1,70x	1,86x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	0,63x	0,61x	0,61x	0,53x	1,00x	0,60x	0,57x	0,58x	0,66x	0,69x
Kering SA	0,48x	0,62x	0,49x	0,44x	0,74x	0,80x	0,69x	0,68x	0,54x	0,70x
Brunello Cucinelli SpA	0,72x	0,90x	0,81x	0,52x	0,55x	0,71x	0,60x	0,54x	0,63x	0,65x
Compagnie Financiere Richemont SA	2,11x	2,29x	2,26x	1,69x	1,65x	1,77x	1,71x	1,61x	1,80x	1,89x
Prada SpA	1,33x	1,42x	1,02x	0,70x	0,71x	0,99x	1,01x	0,82x	0,87x	0,80x

Cash [(Cash + Marketable securities) / Current Liabilities]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	1,81x	2,16x	2,03x	2,17x	2,57x	2,60x	3,07x	3,34x	3,21x	3,84x
Moncler SpA	0,89x	1,33x	1,45x	1,35x	1,71x	1,04x	0,92x	1,06x	1,31x	1,49x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	0,31x	0,28x	0,31x	0,28x	0,82x	0,38x	0,35x	0,34x	0,40x	0,44x
Kering SA	0,22x	0,37x	0,35x	0,28x	0,51x	0,60x	0,51x	0,45x	0,37x	0,54x
Brunello Cucinelli SpA	0,32x	0,47x	0,34x	0,26x	0,23x	0,35x	0,31x	0,26x	0,37x	0,38x
Compagnie Financiere Richemont SA	1,86x	2,03x	2,10x	1,52x	1,50x	1,65x	1,57x	1,49x	1,65x	1,72x
Prada SpA	0,87x	1,00x	0,62x	0,35x	0,37x	0,69x	0,73x	0,48x	0,60x	0,57x

Los ratios de liquidez confirman lo que la posición de caja del balance sugería: Kering tiene una estructura de liquidez que, aunque no es crítica, ofrece significativamente menos margen de seguridad que la mayoría de sus pares.

El current ratio de Kering en 2025 es de 1,34x. Ha sido históricamente volátil: llegó a 0,93x en 2019, por debajo de la unidad, lo que significó que sus pasivos corrientes superaban sus activos corrientes. Ese año no fue una señal de alarma para los analistas porque la empresa tenía acceso a líneas de crédito no comprometidas, pero ilustra la diferencia de filosofía de gestión del capital circulante respecto a los líderes del sector. El current ratio de Hermès en 2025 es de 4,99x. El de Moncler es de 2,42x. El de Richemont es de 2,90x.

El quick ratio de Kering en 2025, que excluye los inventarios, es de 0,70x, por debajo de la unidad. Eso implica que si Kering tuviera que cubrir sus pasivos corrientes sin recurrir a la venta de inventario, no podría hacerlo sin acceder a financiación externa. Hermès tiene un quick ratio de 3,99x. LVMH

tiene 0,69x, también por debajo de la unidad, pero cuenta con la escala y el acceso al mercado de capitales de una empresa de €300.000M de capitalización para gestionar ese riesgo con comodidad. Kering, a €36.000M de capitalización, tiene menos margen.

El cash ratio de Kering es de 0,54x en 2025, un nivel razonable pero claramente inferior al de Hermès (3,84x) o Richemont (1,57x). La tendencia histórica es la preocupante: el cash ratio de Kering cayó desde el 0,60x de 2022 hasta el 0,37x de 2023 antes de recuperarse. Esa volatilidad refleja la dependencia de la caja operativa en un negocio cuyos flujos son sensibles al ciclo creativo de sus marcas principales.

Ratios de solvencia

SOLVENCY

Long-term debt to equity [Total long term debt / Total Equity]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	0,47%	0,47%	17,13%	13,64%	19,58%	16,25%	13,09%	11,33%	10,28%	10,54%
Moncler SpA	10,78%	7,35%	7,56%	46,85%	34,59%	25,00%	24,76%	20,66%	21,22%	24,38%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	14,09%	23,22%	17,70%	40,34%	63,72%	49,23%	41,19%	40,09%	39,02%	37,48%
Kering SA	35,00%	33,63%	31,52%	64,88%	61,16%	49,52%	59,30%	90,80%	99,25%	98,86%
Brunello Cucinelli SpA	17,59%	14,19%	9,06%	140,12%	190,47%	168,92%	132,98%	106,99%	144,59%	159,05%
Compagnie Financiere Richemont SA	2,52%	2,59%	29,29%	23,38%	38,72%	49,80%	45,77%	48,56%	46,62%	37,70%
Prada SpA	16,80%	22,29%	16,82%	86,66%	76,48%	67,76%	60,30%	52,57%	49,66%	82,53%

Debt to Equity [Total debt / Total Equity]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	0,47%	0,65%	20,55%	16,73%	22,35%	18,88%	15,24%	13,23%	12,20%	12,27%
Moncler SpA	19,60%	7,58%	7,56%	56,55%	43,84%	31,37%	30,64%	25,93%	26,19%	28,97%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	20,13%	30,13%	21,32%	51,55%	73,03%	61,96%	49,56%	49,92%	48,12%	44,60%
Kering SA	39,76%	39,03%	35,18%	78,21%	72,13%	61,76%	71,85%	101,64%	121,29%	114,73%
Brunello Cucinelli SpA	24,88%	28,42%	18,49%	168,94%	259,48%	205,47%	164,34%	134,30%	178,48%	198,80%
Compagnie Financiere Richemont SA	3,16%	2,99%	29,36%	25,60%	42,27%	53,10%	49,03%	51,95%	49,92%	47,93%
Prada SpA	18,55%	31,54%	26,11%	103,89%	97,77%	87,12%	74,19%	65,33%	63,05%	96,65%

Debt to Capital [Total debt / Total Capital]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	0,47%	0,65%	17,05%	14,34%	18,27%	15,88%	13,22%	11,68%	10,87%	10,93%
Moncler SpA	16,39%	7,04%	7,03%	36,12%	30,48%	23,88%	23,46%	20,59%	20,76%	22,46%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	16,75%	23,15%	17,57%	34,02%	42,20%	38,26%	33,14%	33,30%	32,49%	30,85%
Kering SA	28,45%	28,07%	26,03%	43,89%	41,90%	38,18%	41,81%	50,41%	54,81%	53,43%
Brunello Cucinelli SpA	19,93%	22,13%	15,61%	62,82%	72,18%	67,26%	62,17%	57,32%	64,09%	66,53%
Compagnie Financiere Richemont SA	3,07%	2,91%	22,69%	20,38%	29,71%	34,68%	32,90%	34,19%	33,30%	32,40%
Prada SpA	15,65%	23,98%	20,71%	50,95%	49,44%	46,56%	42,59%	39,52%	38,67%	49,15%

Debt to Assets [Total debt / Total Assets]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	0,35%	0,49%	13,31%	11,14%	14,95%	12,83%	10,87%	9,84%	9,16%	9,51%
Moncler SpA	11,97%	5,07%	4,97%	28,80%	25,87%	18,37%	19,17%	16,69%	17,07%	18,72%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	9,42%	13,12%	9,74%	20,49%	26,09%	24,18%	20,84%	21,78%	22,35%	21,65%
Kering SA	19,70%	19,27%	16,57%	30,07%	31,00%	27,30%	31,30%	39,34%	44,02%	43,22%
Brunello Cucinelli SpA	13,08%	16,62%	10,72%	50,73%	62,75%	56,69%	48,82%	44,15%	51,82%	55,45%
Compagnie Financiere Richemont SA	2,37%	2,31%	16,75%	15,56%	23,95%	26,86%	24,36%	24,16%	24,13%	25,91%
Prada SpA	12,08%	19,07%	16,17%	44,11%	42,71%	39,17%	35,21%	33,26%	32,36%	40,95%

Financial Leverage [Total Assets / Total Equity]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	1,37x	1,34x	1,54x	1,50x	1,50x	1,47x	1,40x	1,34x	1,33x	1,29x
Moncler SpA	1,64x	1,49x	1,52x	1,96x	1,69x	1,71x	1,60x	1,55x	1,53x	1,55x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	2,14x	2,30x	2,19x	2,52x	2,80x	2,56x	2,38x	2,29x	2,15x	2,06x
Kering SA	2,02x	2,03x	2,12x	2,60x	2,33x	2,26x	2,30x	2,58x	2,76x	2,65x
Brunello Cucinelli SpA	1,90x	1,71x	1,73x	3,33x	4,14x	3,62x	3,37x	3,04x	3,44x	3,59x
Compagnie Financiere Richemont SA	1,34x	1,30x	1,75x	1,65x	1,76x	1,98x	2,01x	2,15x	2,07x	1,85x
Prada SpA	1,54x	1,65x	1,62x	2,36x	2,29x	2,22x	2,11x	1,96x	1,95x	2,36x

Debt to EBITDA [Total debt / EBITDA]	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	0,01x	0,02x	0,45x	0,39x	0,65x	0,44x	0,35x	0,32x	0,31x	0,31x
Moncler SpA	0,41x	0,18x	0,17x	1,13x	1,27x	0,96x	0,87x	0,72x	0,79x	0,92x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	0,66x	0,92x	0,62x	1,21x	2,02x	1,38x	1,07x	1,11x	1,30x	1,29x
Kering SA	2,02x	1,53x	0,80x	1,36x	1,91x	1,31x	1,46x	2,47x	4,10x	4,83x
Brunello Cucinelli SpA	0,72x	0,85x	0,56x	2,96x	5,44x	3,34x	2,35x	1,80x	2,46x	2,70x
Compagnie Financiere Richemont SA	0,18x	0,22x	1,81x	1,67x	2,53x	3,35x	1,88x	1,53x	1,65x	1,77x
Prada SpA	0,72x	1,76x	1,39x	3,15x	3,56x	2,45x	1,72x	1,46x	1,36x	2,18x

Interest Coverage	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Hermes International SCA	813,33x	1091,78x	81,44x	97,02x	70,17x	112,38x	107,11x	102,77x	105,61x	121,75x
Moncler SpA	92,16x	179,41x	321,01x	22,61x	16,02x	24,82x	29,48x	27,64x	27,13x	21,16x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	44,30x	48,93x	63,06x	25,73x	22,81x	70,82x	55,01x	23,41x	16,51x	15,35x
Kering SA	13,91x	23,54x	46,84x	27,57x	19,25x	33,01x	30,88x	13,15x	4,24x	2,62x
Brunello Cucinelli SpA	34,51x	47,40x	64,39x	7,04x	1,57x	6,81x	10,07x	10,82x	7,40x	5,85x
Compagnie Financiere Richemont SA	34,65x	25,21x	28,85x	12,87x	8,14x	6,91x	17,12x	16,79x	10,95x	8,97x
Prada SpA	34,02x	22,92x	23,93x	5,18x	2,57x	10,64x	17,95x	13,70x	14,30x	12,57x

Los ratios de solvencia son la parte más preocupante del perfil financiero de Kering y el que más claramente separa su situación de la del resto del grupo.

El Debt/EBITDA de Kering en 2025 es de **4,83x**, el más alto del grupo por un margen amplio. La trayectoria es lo que realmente preocupa: 1,46x en 2022, 2,47x en 2023, 4,10x en 2024, 4,83x en 2025. Esa progresión no refleja un aumento de la deuda (la deuda financiera se ha mantenido relativamente estable) sino la caída del EBITDA en el denominador. Es la forma más peligrosa de deterioro del leverage: no porque la empresa tome más deuda, sino porque el negocio genera menos caja para servir la deuda existente.

A modo de comparación: Hermès tiene un Debt/EBITDA de 0,31x. Moncler tiene 0x deuda neta. LVMH tiene 1,54x. Brunello Cucinelli, que está en un ciclo de expansión agresiva, tiene 2,70x. Prada tiene 2,18x. Kering con 4,83x opera en un territorio donde cualquier deterioro adicional del EBITDA tiene implicaciones directas sobre la flexibilidad financiera y potencialmente sobre el rating crediticio.

El interest coverage de Kering en 2025 es de **2,62x**. Cubre sus gastos financieros apenas dos veces y media con el EBIT. En 2021, ese ratio era de 30,9x. En 2022, de 13,1x. En 2024, de 4,2x. La trayectoria es lineal y preocupante. Hermès tiene un coverage de 121,7x. Moncler tiene 21,2x. LVMH tiene 15,4x. Un coverage de 2,62x no es una emergencia pero achica el margen de error.

La deuda a largo plazo sobre equity, que llegó al 98,9% en 2025 desde el 31,5% de 2018, refleja lo mismo: no tanto el aumento de la deuda sino la caída del equity por la compresión de resultados y el impacto en ganancias retenidas. Es una métrica que los analistas de crédito monitorearon de cerca durante 2025 y que será determinante para la capacidad de Kering de refinanciar sus vencimientos en condiciones favorables.

Ratios de actividad

ACTIVITY										
Days of inventory on hand (DOH) [Number of days in period / inventory turnover]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	199 días	199 días	189 días	180 días	220 días	194 días	174 días	206 días	211 días	212 días
Moncler SpA	197 días	180 días	176 días	192 días	214 días	178 días	190 días	222 días	247 días	268 días
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	295 días	265 días	273 días	264 días	307 días	265 días	269 días	294 días	305 días	310 días
Kering SA	193 días	323 días	269 días	239 días	295 días	248 días	277 días	355 días	345 días	349 días
Brunello Cucinelli SpA	239 días	214 días	203 días	226 días	273 días	212 días	189 días	180 días	201 días	217 días
Compagnie Financiere Richemont SA	492 días	502 días	488 días	380 días	416 días	448 días	439 días	415 días	418 días	438 días
Prada SpA	258 días	324 días	249 días	269 días	367 días	295 días	292 días	305 días	275 días	312 días
Days of sales outsanding (DSO) [Number of days in period / Receivables turnover]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	22 días	17 días	17 días	17 días	14 días	14 días	12 días	12 días	12 días	10 días
Moncler SpA	37 días	37 días	40 días	38 días	44 días	42 días	42 días	40 días	38 días	34 días
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	26 días	23 días	25 días	23 días	23 días	22 días	20 días	20 días	20 días	20 días
Kering SA	35 días	46 días	23 días	23 días	25 días	20 días	21 días	21 días	21 días	20 días
Brunello Cucinelli SpA	38 días	32 días	41 días	35 días	53 días	37 días	30 días	25 días	23 días	26 días
Compagnie Financiere Richemont SA	21 días	22 días	19 días	18 días	13 días	18 días	16 días	16 días	16 días	15 días
Prada SpA	26 días	39 días	37 días	36 días	44 días	36 días	29 días	31 días	28 días	30 días
Number of days of payables [Number of days in period / Payables turnover]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	0 días	94 días	83 días	65 días	65 días	55 días	54 días	56 días	51 días	54 días
Moncler SpA	0 días	198 días	200 días	217 días	244 días	190 días	208 días	245 días	282 días	258 días
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	0 días	105 días	104 días	105 días	131 días	93 días	101 días	110 días	113 días	117 días
Kering SA	0 días	135 días	114 días	61 días	121 días	116 días	117 días	172 días	198 días	197 días
Brunello Cucinelli SpA	0 días	90 días	89 días	89 días	118 días	104 días	93 días	95 días	90 días	94 días
Compagnie Financiere Richemont SA	0 días	43 días	44 días	33 días	41 días	47 días	46 días	49 días	37 días	34 días
Prada SpA	0 días	185 días	122 días	119 días	179 días	151 días	147 días	165 días	145 días	154 días
Working capital turnover [Revenue / Average working capital]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	2,06x	1,78x	1,83x	1,69x	1,33x	1,43x	1,31x	1,24x	1,28x	1,26x
Moncler SpA	4,45x	2,87x	2,70x	2,70x	1,82x	3,59x	3,96x	3,33x	2,63x	2,25x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	5,71x	7,02x	6,97x	13,81x	3,05x	10,17x	9,66x	8,15x	6,15x	4,55x
Kering SA	16,70x	6,96x	20,69x	-26,39x	5,73x	6,69x	6,45x	5,93x	16,68x	5,42x
Brunello Cucinelli SpA	3,86x	3,44x	3,92x	6,51x	6,95x	6,09x	9,80x	11,11x	6,48x	6,23x
Compagnie Financiere Richemont SA	1,09x	1,01x	0,83x	1,27x	1,30x	1,01x	1,13x	1,10x	1,06x	1,15x
Prada SpA	3,24x	2,59x	4,06x	6,93x	5,67x	4,49x	4,49x	6,63x	6,71x	6,78x
Fixed Asset turnover [Revenue / Average net fixed assets]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	3,90x	4,32x	2,56x	2,76x	2,07x	2,64x	3,23x	3,30x	3,18x	2,92x
Moncler SpA	8,39x	8,64x	8,02x	2,02x	1,79x	2,24x	2,42x	2,76x	2,49x	2,09x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	3,10x	3,08x	3,10x	1,73x	1,45x	1,89x	2,10x	2,00x	1,82x	1,81x
Kering SA	5,61x	4,77x	6,13x	2,31x	1,98x	2,43x	2,45x	1,90x	1,41x	1,60x
Brunello Cucinelli SpA	4,09x	4,42x	4,40x	1,05x	0,88x	1,06x	1,30x	1,60x	1,45x	1,33x
Compagnie Financiere Richemont SA	4,47x	4,16x	4,74x	5,13x	2,40x	2,22x	2,54x	2,89x	2,72x	2,59x
Prada SpA	2,34x	1,80x	1,99x	0,81x	0,68x	0,96x	1,17x	1,16x	1,20x	1,05x
Total Asset turnover [Revenue / Average total assets]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	0,87x	0,82x	0,71x	0,70x	0,58x	0,65x	0,66x	0,66x	0,66x	0,66x
Moncler SpA	0,90x	0,86x	0,87x	0,63x	0,52x	0,48x	0,56x	0,60x	0,56x	0,53x
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	0,63x	0,61x	0,63x	0,56x	0,41x	0,51x	0,59x	0,60x	0,57x	0,57x
Kering SA	0,51x	0,42x	0,64x	0,59x	0,47x	0,57x	0,60x	0,47x	0,40x	0,36x
Brunello Cucinelli SpA	1,06x	1,14x	1,12x	0,61x	0,50x	0,61x	0,70x	0,83x	0,73x	0,70x
Compagnie Financiere Richemont SA	0,55x	0,53x	0,43x	0,50x	0,47x	0,37x	0,42x	0,49x	0,48x	0,52x
Prada SpA	0,75x	0,58x	0,67x	0,46x	0,37x	0,48x	0,57x	0,62x	0,64x	0,52x

Los ratios de actividad de Kering revelan un negocio con ineficiencias operativas que se han ido acumulando durante el ciclo de expansión y que ahora, con menor volumen, se vuelven más visibles.

El Days of Inventory on Hand (DOH) de Kering en 2025 es de **349 días**, casi diez meses. Es el segundo más alto del grupo, solo por detrás de Richemont (438 días), cuyo perfil de alta relojería justifica ciclos de fabricación extraordinariamente largos. Para Kering, 349 días de inventario reflejan la combinación de producción artesanal con múltiples marcas y la acumulación de stock durante el período de caída de ventas: cuando la demanda cae más rápido que la producción, el inventario se infla. Hermès tiene 212 días, Moncler 268 días, LVMH 310 días. El DOH de Kering ha empeorado desde los 277 días de 2022, lo que confirma que el inventario se acumuló durante el ciclo adverso.

El DSO (Days Sales Outstanding) de Kering en 2025 es de 20 días, prácticamente en línea con el sector. Hermès tiene 10 días (el más bajo del grupo, reflejo de sus ventas directas en tiendas propias), LVMH 20 días, Richemont 15 días. Para Kering, el DSO no es un área de preocupación: las ventas en tiendas propias representan la mayoría del mix y el cobro es casi inmediato.

El payables turnover muestra que Kering tarda aproximadamente 197 días en pagar a sus proveedores, uno de los plazos más largos del grupo. Eso es una señal de que la empresa utiliza el crédito comercial de sus proveedores como fuente de financiación. No es un indicador de alarma en sí mismo, pero en un contexto de deterioro de relaciones con proveedores clave podría volverse una vulnerabilidad.

Ratios de rentabilidad

PROFITABILITY										
Operating ROA [Operating Income / Average Total Assets]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	28%	29%	25%	24%	18%	26%	28%	28%	27%	28%
Moncler SpA	26%	25%	25%	19%	13%	14%	17%	18%	17%	15%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	12%	12%	13%	12%	8%	14%	16%	16%	13%	12%
Kering SA	8%	11%	18%	18%	11%	16%	16%	11%	6%	4%
Brunello Cucinelli SpA	14%	14%	14%	8%	2%	7%	11%	14%	12%	12%
Compagnie Financiere Richemont SA	10%	8%	7%	7%	5%	4%	9%	12%	11%	11%
Prada SpA	11%	7%	7%	4%	2%	7%	11%	14%	15%	12%
ROA [Net Income / Average Total Assets]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	18%	18%	17%	15%	13%	18%	19%	21%	20%	19%
Moncler SpA	17%	18%	20%	14%	11%	9%	13%	12%	12%	11%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	7%	8%	9%	7%	4%	10%	10%	11%	8%	8%
Kering SA	3%	7%	17%	9%	8%	10%	11%	7%	3%	0%
Brunello Cucinelli SpA	8%	11%	10%	5%	-3%	5%	6%	8%	7%	7%
Compagnie Financiere Richemont SA	11%	6%	5%	10%	3%	4%	5%	1%	6%	7%
Prada SpA	7%	5%	4%	4%	-1%	4%	6%	9%	10%	8%
ROE [Net Income / Average Total Equity]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	25%	24%	26%	23%	19%	26%	27%	28%	27%	24%
Moncler SpA	28%	27%	31%	27%	18%	16%	21%	19%	18%	16%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	15%	18%	19%	19%	12%	25%	25%	24%	18%	16%
Kering SA	7%	14%	37%	22%	18%	23%	24%	19%	7%	0%
Brunello Cucinelli SpA	16%	19%	18%	18%	-13%	17%	21%	25%	24%	24%
Compagnie Financiere Richemont SA	15%	8%	8%	16%	5%	7%	10%	2%	11%	12%
Prada SpA	11%	8%	7%	9%	-2%	9%	13%	17%	19%	18%
ROIC [EBIT / Average short and long-term debt and equity]	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Hermes International SCA	39%	39%	32%	31%	23%	32%	34%	33%	32%	32%
Moncler SpA	35%	34%	36%	24%	16%	18%	20%	22%	20%	18%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	21%	21%	24%	20%	12%	22%	25%	24%	19%	18%
Kering SA	11%	15%	29%	26%	15%	23%	22%	15%	7%	5%
Brunello Cucinelli SpA	21%	19%	20%	11%	2%	8%	14%	19%	15%	14%
Compagnie Financiere Richemont SA	13%	10%	10%	9%	6%	5%	13%	18%	16%	14%
Prada SpA	14%	8%	9%	5%	2%	8%	14%	17%	18%	14%

El ROE y el ROIC son las métricas que mejor capturan el colapso de rentabilidad de Kering en perspectiva histórica, y ambas cuentan la misma historia.

El ROE de Kering en 2025 fue del **0,5%**, prácticamente nulo. Ha pasado del 36,9% en 2018 al 24,4% en 2022 y al 0,5% en 2025. Es la trayectoria de deterioro más severa del grupo. Hermès tiene un ROE del 24,0%, estable durante toda la década. Moncler tiene 16,3%. Prada tiene 13,8%. Brunello Cucinelli tiene 23,9%. Kering tiene 0,5%.

El ROIC es la métrica más importante de esta sección porque excluye el efecto del apalancamiento y mide la rentabilidad real del capital invertido en el negocio. El ROIC de Kering en 2025 fue del **4,9%**, probablemente por debajo del costo de capital de la empresa. Eso implica destrucción de valor: cada euro invertido en el negocio genera menos de lo que cuesta el capital. En 2018, el ROIC de Kering era del 29,0%. En 2022, del 22,0%. La caída de 22 a 4,9 en tres años es la confirmación empírica de que el deterioro va más allá del ciclo.

La comparación con el grupo es terminante: Hermès tiene un ROIC del 31,6%. Moncler 18,2%. LVMH 17,7%. Prada 14,2%. Brunello Cucinelli 14,0%. Richemont 13,7%. Kering con 4,9% es la única empresa del grupo donde el ROIC está potencialmente por debajo del WACC, lo que es la definición de destrucción de valor en el margen.

El punto más importante del análisis de rentabilidad es que tan reversible es el deterioro. Las empresas que destruyen valor por razones estructurales (pérdida de tecnología, obsolescencia del producto, disrupción del modelo de negocio) raramente recuperan los niveles históricos de ROIC. Las empresas que destruyen valor por razones cíclicas o creativas (ciclo económico adverso, transición de dirección creativa) pueden recuperarlos cuando las condiciones cambien. La tesis de inversión en Kering depende completamente de que el deterioro sea del segundo tipo.

Análisis FODA

FORTALEZAS

• ***Portfolio de marcas con reconocimiento global**: Gucci, Saint Laurent y Bottega Veneta tienen un nivel de reconocimiento de marca que se construyó durante décadas y no desaparece con un ciclo adverso. Aunque el momentum está deteriorado, el capital de marca existe.*

• ***Gross margins estructuralmente altos**: Incluso en el peor ciclo de su historia, Kering mantiene un gross margin del 72,6%, reflejo de que las marcas del portfolio venden a precios que superan ampliamente el costo de producción.*

• ***Generación de caja operativa positiva**: El FCF de €2.328M en 2025 confirma que incluso en un ciclo adverso el negocio sigue siendo un generador de caja. Los problemas de Kering son de crecimiento y margen, no de viabilidad operativa.*

• ***Bottega Veneta como activo infrautilizado**: Dentro del portfolio, Bottega Veneta tiene la mayor aproximación al modelo artesanal. Su técnica intrecciato es difícil de replicar, sus productos tienen mercado secundario activo y su posicionamiento Superpremium está consolidado. Su potencial no está siendo explotado al máximo.*

• ***Valoración en mínimos**: Eso no garantiza que suba, pero sí limita el downside adicional si la recuperación de Gucci comienza a validarse.*

DEBILIDADES

• ***Concentración excesiva en Gucci**: Una sola marca representa el ~50% de los ingresos y una proporción aún mayor del beneficio operativo. Esa concentración transforma el riesgo creativo de una marca en riesgo sistémico del grupo.*

• ***Deuda neta de €14.251M**: El Debt/EBITDA de 4,83x en 2025 es el más alto del grupo analizado y genera vulnerabilidad ante cualquier deterioro adicional del EBITDA. El servicio de la deuda consume caja que podría destinarse a inversión o retornos de capital.*

• ***Dependencia del director creativo**: El valor de Gucci está atado a la relevancia cultural de su dirección artística. Esa dependencia crea riesgos difícilmente cuantificables: la partida de un director creativo no se anuncia con anticipación y el impacto puede ser inmediato.*

• ***Posicionamiento en el segmento más vulnerable de la pirámide**: El Accessible Luxury donde opera principalmente Gucci es el segmento más expuesto a los ciclos económicos y al sentimiento del consumidor aspiracional. Cuando ese consumidor desaparece, no hay lista de espera que amortigüe el impacto.*

• ***Márgenes operativos en mínimos**: El 11,1% de EBIT margin en 2025 ofrece poco margen de seguridad ante deterioros adicionales.*

OPORTUNIDADES

• ***Recuperación creativa de Gucci**: Si logra conectar con el consumidor global con alguna colección en 2026 o 2027, el leverage operativo del negocio haría que la recuperación de márgenes fuera rápida. Con costos fijos ya absorbidos, cada euro adicional de ingreso tiene un impacto desproporcionado en el beneficio.*

• ***Desapalancamiento del balance**: Con el FCF positivo y el capex reducido, Kering tiene capacidad para reducir deuda de manera significativa en los próximos dos o tres años. Una reducción del Debt/EBITDA desde 4,83x hacia 3x o menos cambiaría materialmente el perfil de riesgo de la acción.*

• ***Opcionalidad de suma de partes**: El mercado valora a Kering como un todo penalizado por Gucci, pero las partes individuales podrían valer significativamente más por separado. Un escenario de desinversión parcial, spin-off o venta de activos no estratégicos podría desbloquear ese valor y reducir la deuda simultáneamente. Kering podría valer más troceado que como conglomerado castigado.*

• ***Recuperación del consumidor chino**: Cualquier señal de estabilización del mercado inmobiliario chino y recuperación del efecto riqueza tendría un impacto amplificado en Kering, dado que el consumidor chino fue históricamente más importante para Gucci que para otras marcas del sector.*

AMENAZAS

> • ***Riesgo de impairment en goodwill e intangibles**: Kering tiene registrado goodwill e intangibles (marcas) por casi el 30% de sus activos totales, con Gucci representando la porción más relevante. Si Gucci continúa perdiendo relevancia cultural y los flujos de caja proyectados se deterioran, los auditores tendrán dificultades para sostener los supuestos actuales del impairment test. Un writedown no afectaría la caja operativa en un solo euro, pero hundiría el equity contable y dispararía el Debt/Equity. Es el riesgo más subestimado del perfil de Kering: silencioso, contable, y capaz de materializarse de la noche a la mañana en la presentación de resultados anuales.*
>
> • ***Prolongación del ciclo adverso de Gucci**: Si la nueva dirección creativa no logra reconectar con el consumidor en 2026-2027, el deterioro puede acelerarse. Un tercer año consecutivo de caídas en Gucci haría insostenible el actual nivel de deuda.*
>
> • ***Riesgo de refinanciación de deuda**: Con tasas de interés más altas que en el período de construcción del endeudamiento, la refinanciación de vencimientos puede encarecerse significativamente. Cualquier deterioro de la calificación crediticia amplificaría ese efecto.*
>
> • ***Competencia de marcas emergentes**: En el Accessible Luxury, las barreras de entrada son menores que en el Superpremium. Marcas nuevas con fuerte presencia en redes sociales pueden capturar al consumidor aspiracional que Gucci ha perdido sin que Gucci pueda responder con la velocidad de un nativo digital.*
>
> • ***Presión sobre el consumidor aspiracional global**: Una prolongación de la debilidad económica en China, combinada con una desaceleración en Europa y los efectos de los aranceles americanos, podría mantener deprimida la demanda en el Accessible Luxury durante más tiempo del que el consenso descuenta.*

Las Cinco Fuerzas de Porter

1. RIVALIDAD ENTRE COMPETIDORES EXISTENTES: ALTA-MEDIA

A diferencia de Hermès, que opera en un segmento donde la rivalidad competitiva es genuinamente baja, Kering enfrenta competencia real y significativa en el Accessible Luxury. LVMH compite directamente con Louis Vuitton y Dior por el mismo consumidor aspiracional global. Prada ha recuperado terreno con el turnaround de Miu Miu. Chanel mantiene su posicionamiento sin concesiones. La rivalidad en el segmento donde opera Gucci es alta y se intensifica cuando el volumen total del mercado se contrae: cuando el pastel es menor, las marcas compiten más agresivamente por el mismo consumidor.

El caso de Balenciaga, otra marca del portfolio de Kering, ilustra el riesgo: en 2022, la controversia publicitaria alrededor de la marca destruyó años de construcción de imagen en semanas. En el Accessible Luxury, la reputación es más frágil que en el Superpremium, porque los clientes tienen

alternativas y no están comprando un activo financiero: están comprando un símbolo de estatus que puede ser reemplazado por otro símbolo de estatus.

2. AMENAZA DE NUEVOS ENTRANTES: MEDIA

Las barreras de entrada son menores en el Accessible Luxury que en el Superpremium. Una marca nueva con suficiente respaldo financiero, un director creativo con visión y acceso a las plataformas de distribución correctas puede construir relevancia en el Accessible Luxury en cinco a diez años. El ejemplo más reciente es la propia Miu Miu: técnicamente existía desde 1992, pero su relevancia cultural de 2021-2024 fue construida en un período de tres años con una dirección creativa específica.

Eso no significa que crear un Gucci desde cero sea fácil: la historia, los archivos creativos y el reconocimiento global de la marca tienen valor real. Pero la entrada es más accesible que en el Superpremium. Las marcas de lujo coreanas y de Oriente Medio están intentando exactamente esa estrategia.

3. PODER DE NEGOCIACIÓN DE LOS PROVEEDORES: MEDIA

Los proveedores de materias primas de calidad (cueros italianos, tejidos de alto gramaje, artesanos especializados) tienen cierto poder de negociación que Kering mitiga con su escala. Sin embargo, a diferencia de Hermès, que tiene integración vertical en los cueros más críticos y forma a sus propios artesanos, Kering depende más de proveedores externos para muchas de sus marcas. Esa dependencia crea vulnerabilidad ante disrupciones de cadena de suministro y riesgos de filtración de técnicas de fabricación.

4. PODER DE NEGOCIACIÓN DE LOS CLIENTES: MEDIA-ALTA

En el Accessible Luxury, el poder del cliente es significativamente mayor que en el Superpremium. El cliente de Gucci puede elegir entre Prada, Saint Laurent, Balenciaga o incluso marcas de nivel inferior según su situación económica y las tendencias culturales del momento. No hay lista de espera para un bolso de Gucci: hay stock disponible en tiendas. Esa diferencia transforma la dinámica de negociación completamente respecto a Hermès.

La proliferación de plataformas de reventa (Vestiaire Collective, The RealReal) también incrementa el poder de negociación indirecto del cliente: si el mercado secundario de una marca se debilita (como ocurrió con Gucci en 2023-2025), el cliente tiene menos razones para pagar el precio original.

5. AMENAZA DE PRODUCTOS SUSTITUTOS: MEDIA

En el Accessible Luxury, los sustitutos son más cercanos que en el Superpremium. Un cliente que estaba considerando un bolso de Gucci puede migrar hacia Prada, puede optar por una pieza vintage de segunda mano, puede priorizar una experiencia de viaje en lugar de un accesorio de moda. Esa versatilidad de sustitución es inherente al nivel de la pirámide donde opera Kering con sus marcas principales.

La mayor amenaza de sustitución es quizás la más difícil de medir: la migración del consumidor aspiracional desde la compra de artículos de lujo físicos hacia experiencias. En los mercados más avanzados, una parte del presupuesto discrecional que antes iba a bolsos de Gucci va hoy a viajes de alta gama o experiencias gastronómicas. Esa tendencia no es medible con precisión pero es real.

SECCIÓN 06

Los alcistas vs. los bajistas

Kering es probablemente la acción más debatida del sector del lujo. El debate es simple: ¿el deterioro es cíclico o estructural?

¿Qué dicen los alcistas?

El primer argumento es el **apalancamiento operativo**. Kering sigue teniendo un margen bruto superior al 72%. Si Gucci vuelve a crecer, cada euro adicional de ventas tiene un impacto desproporcionado en el beneficio, porque los costos fijos ya están absorbidos. Ya pasó con Prada y Miu Miu.

El segundo es el **cambio de management**. Luca de Meo trae una disciplina operativa que el grupo no tenía, y la venta de Beauté muestra que está dispuesto a tomar decisiones difíciles para reducir deuda.

El tercero es la **suma de partes**. Saint Laurent, Bottega Veneta, la joyería y Eyewear podrían valer más por separado que lo que el mercado paga hoy por todo el grupo. Si Gucci simplemente se estabiliza, el valor de las otras marcas debería empezar a verse.

¿Qué dicen los bajistas?

El primer argumento es que **Gucci sigue cayendo**: -6% comparable en el tercer trimestre de 2026, después de tres años de caídas. El nuevo ciclo creativo todavía no se nota en los números.

El segundo es el **balance**: una deuda neta cercana a 4 veces el EBITDA y un ROIC por debajo del costo de capital limitan el margen de error.

El tercero es el **posicionamiento**: el Accessible Luxury es el segmento más expuesto al ciclo y al consumidor chino. Mientras ese consumidor no vuelva, la recuperación de Gucci depende únicamente de su relevancia creativa, algo imposible de predecir.

SECCIÓN 07

Valoración

Elaboré un **descuento de flujos de caja (DCF)** a diez años con dos métodos para calcular el valor terminal: **perpetuidad** y **múltiplo de salida sobre EBITDA**.

Inputs y asunciones del modelo

2. Operating drivers by scenario (explicit forecast)															
Driver	**Δ vs Base**	**FY2023A**	**FY2024A**	**FY2025A**	**3Y avg**	**FY2026E**	**FY2027E**	**FY2028E**	**FY2029E**	**FY2030E**	**FY2031E**	**FY2032E**	**FY2033E**	**FY2034E**	**FY2035E**
Forecast year #						*1*	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*
Revenue growth ▸ selected scenario		(3.9%)	(13.8%)	(13.0%)	**(10.3%)**	**(2.5%)**	**3.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**5.5%**	**5.0%**	**4.5%**	**4.0%**	**3.5%**	**3.5%**
Best case	1.5%					(1.0%)	4.5%	7.5%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%
Base case						(2.5%)	3.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.5%
Worst case	(2.0%)					(4.5%)	1.0%	4.0%	4.0%	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.5%
Gross margin ▸ selected scenario		76.3%	73.5%	72.6%	**74.1%**	**72.0%**	**72.5%**	**73.0%**	**73.5%**	**74.0%**	**74.0%**	**74.0%**	**74.0%**	**74.0%**	**74.0%**
Best case	1.0%					73.0%	73.5%	74.0%	74.5%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
Base case						72.0%	72.5%	73.0%	73.5%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%
Worst case	(1.5%)					70.5%	71.0%	71.5%	72.0%	72.5%	72.5%	72.5%	72.5%	72.5%	72.5%
EBIT margin ▸ selected scenario		24.3%	14.5%	11.1%	**16.6%**	**10.5%**	**11.5%**	**13.0%**	**14.0%**	**15.0%**	**15.5%**	**16.0%**	**16.0%**	**16.0%**	**16.0%**
Best case	2.5%					13.0%	14.0%	15.5%	16.5%	17.5%	18.0%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
Base case						10.5%	11.5%	13.0%	14.0%	15.0%	15.5%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
Worst case	(3.0%)					7.5%	8.5%	10.0%	11.0%	12.0%	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Capex % of revenue ▸ selected scenario		13.3%	19.6%	5.7%	**12.9%**	**6.5%**	**6.5%**	**6.5%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**5.5%**	**5.5%**	**5.5%**	**5.5%**
Best case	(0.5%)					6.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Base case						6.5%	6.5%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Worst case	0.5%					7.0%	7.0%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%

Fuente: elaboración propia.

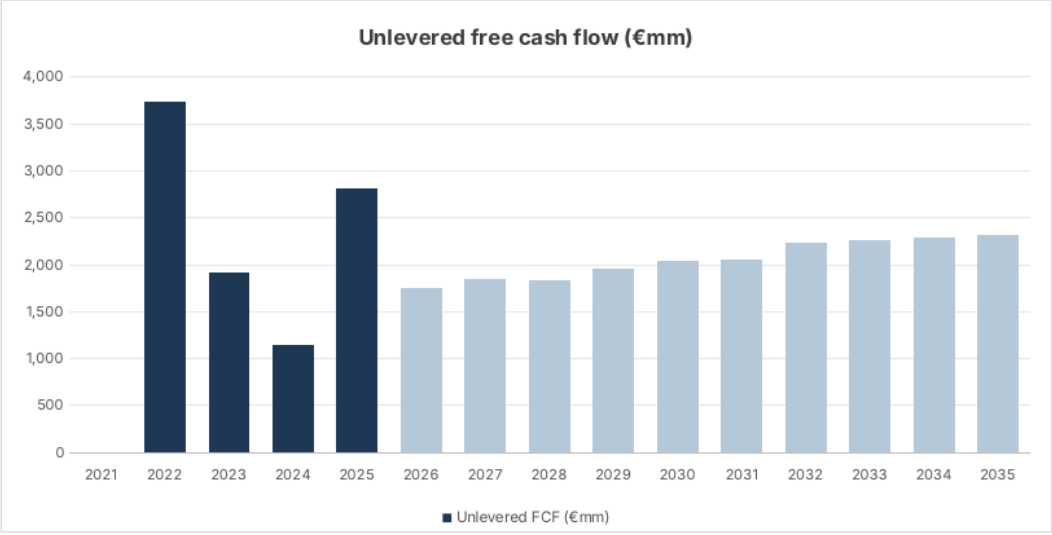
Crecimiento de ventas: el base case arranca en -2,5% para 2026, en línea con lo que muestran los primeros nueve meses (y con la salida de Beauté), y vuelve a crecer en 2027 (+3%) asumiendo que la recuperación de Gucci empieza a validarse. Acelera hasta el 6% en 2028-2029 y luego se modera hacia el 3,5% al final del período.

Márgenes: el margen bruto se mantiene en torno al 72-74%. El margen EBIT parte del 10,5% en 2026 y se recupera gradualmente hasta el 16% en 2032. Ese nivel es conservador respecto al histórico de la empresa, pero refleja que el modelo de negocio de Kering no debería poder sostener los márgenes del 27-30% del período 2019-2022 de manera permanente.

CapEx: se mantiene en torno al 5,5-6,5% de las ventas, en línea con el histórico normal, sin repetir las compras de inmuebles de 2023-2024.

¿Qué indica cada escenario?

- **Base Case:** Kering estabiliza ingresos en 2026, comienza a recuperar en 2027-2028 conforme la nueva dirección creativa de Gucci gana tracción, y converge hacia márgenes del 16%. Es el escenario donde el management ejecuta correctamente pero sin sorpresas positivas materiales.
- **Best Case:** la recuperación de Gucci es más rápida de lo esperado, el consumidor chino vuelve antes y el peso de Saint Laurent, Bottega Veneta y la joyería aumenta. Suma 1,5 puntos de crecimiento por año y 2,5 puntos de margen EBIT.
- **Worst Case:** un tercer año de caídas en Gucci obliga a reestructuraciones adicionales, el consumidor chino tarda más en recuperarse y la nueva dirección creativa no logra conectar. Resta 2 puntos de crecimiento y 3 puntos de margen EBIT.



Fuente: elaboración propia.

Tasa de descuento (WACC)

5. Discount rate (WACC)		Value
Risk-free rate		3.0%
Equity beta (levered)	x	1.48
Equity risk premium		5.0%
Country risk premium		–
Cost of equity		10.4%
Pre-tax cost of debt		4.5%
Tax rate (debt tax shield)		28.9%
After-tax cost of debt		3.2%
Market value of equity	€ mm	23,026
Total debt	€ mm	18,564
Debt / (Debt + Equity)		44.6%
Equity / (Debt + Equity)		55.4%
WACC		7.2%

Fuente: elaboración propia.

Como Kering reporta en euros, el costo del capital propio parte de una tasa libre de riesgo del 3% (bono alemán), una prima de riesgo de mercado del 5% y una beta de 1,48, lo que da un **costo del equity del 10,4%**. Para la deuda uso un costo antes de impuestos del 4,5%. Con una estructura de capital de 55% equity y 45% deuda a valores de mercado, el **WACC resultante es del 7,2%**.

Para pasar del Enterprise Value al Equity Value resté la deuda neta (incluyendo arrendamientos) y los minoritarios, y sumé tanto las inversiones no operativas (entre ellas la participación en Valentino) como los €4.000M de la venta de Beauté. El resultado es una deuda neta y otros pasivos de €8.743M. La cantidad de acciones es de 123 millones.

Resultados del modelo

MÉTODO DE PERPETUIDAD

Con un crecimiento perpetuo del 2,5% y un retorno sobre el nuevo capital invertido del 11%, el modelo arroja un Enterprise Value de €35.882M y un Equity Value de €27.139M, equivalente a **€220,65 por acción**.

Kering SA

KER · Discounted Cash Flow · Perpetuity Growth Method

Valuation date 6 Nov 2026 · EUR mm · Scenario: Base Case

INTRINSIC VALUE PER SHARE

€220.65

Current share price	€187.20
Upside / (downside)	+17.9%

VALUATION SUMMARY

Enterprise value	35,882
Equity value	27,139
PV of forecast cash flows	13,910
PV of terminal value	21,972
Terminal value % of EV	61.2%
Implied exit EV / EBITDA	9.0x

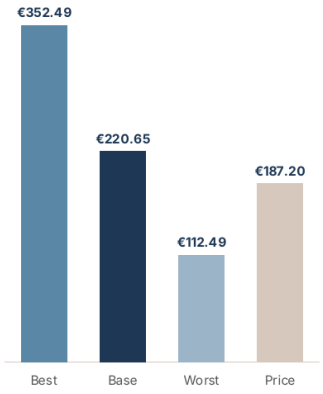
KEY ASSUMPTIONS

WACC (year 1)	7.2%
Terminal WACC	7.2%
Terminal growth (g)	2.5%
RONIC (terminal)	11.0%
Net debt & other claims	8,743
Diluted shares (mm)	123.0

SCENARIOS

Scenario	Terminal growth	Enterprise value	Equity value	Value per share	Upside
Best case	3.0%	52,099	43,356	**€352.49**	+88.3%
Base case	2.5%	35,882	27,139	**€220.65**	+17.9%
Worst case	2.0%	22,579	13,836	**€112.49**	(39.9%)
Current share price				*€187.20*	

VALUE PER SHARE VS. CURRENT PRICE



SENSITIVITY · VALUE PER SHARE

Terminal growth rate (g)

WACC / g	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
6.2%	€264.25	€277.42	€294.16	€316.16	€346.34
6.7%	€232.62	€241.74	€253.04	€267.41	€286.29
7.2%	€206.55	€212.92	**€220.65**	€230.22	€242.39
7.7%	€184.70	€189.14	€194.45	€200.88	€208.86
8.2%	€166.12	€169.20	€172.82	€177.13	€182.37

Fuente: elaboración propia.

En el Best Case el valor es de **€352,49** y en el Worst Case de **€112,49**.

La sensibilidad es elevada: con un WACC medio punto más bajo, el valor sube a €253; con uno medio punto más alto, cae por debajo de €200. En una empresa con tanta deuda, pequeñas variaciones en la tasa de descuento tienen un impacto grande sobre el valor del equity.

MÉTODO DE MÚLTIPLO EBITDA

Aplicando un múltiplo de **10x** sobre el EBITDA del último año proyectado en el Base Case (12x en el Best Case y 8x en el Worst Case), el modelo arroja un Enterprise Value de €38.229M y un valor de **€239,72 por acción**.

Kering SA

KER · Discounted Cash Flow · Exit Multiple Method

Valuation date 6 Nov 2026 · EUR mm · Scenario: Base Case

AZ STOCKS Acciones de la A a la Z

INTRINSIC VALUE PER SHARE

€239.72

Current share price	€187.20
Upside / (downside)	+28.1%

VALUATION SUMMARY

Enterprise value	38,229
Equity value	29,486
PV of forecast cash flows	13,910
PV of terminal value	24,319
Terminal value % of EV	63.6%
Implied perpetual growth	2.0%

KEY ASSUMPTIONS

WACC (year 1)	7.2%
Terminal WACC	7.2%
Exit EV / EBITDA	10.0x
EBITDA, final forecast year	4,589
Net debt & other claims	8,743
Diluted shares (mm)	123.0

SCENARIOS

Scenario	Exit multiple	Enterprise value	Equity value	Value per share	Upside
Best case	12.0x	53,496	44,753	**€363.84**	+94.4%
Base case	10.0x	38,229	29,486	**€239.72**	+28.1%
Worst case	8.0x	25,292	16,549	**€134.54**	(28.1%)
Current share price				*€187.20*	

VALUE PER SHARE VS. CURRENT PRICE



SENSITIVITY · VALUE PER SHARE

Exit EV / EBITDA multiple

WACC / multiple	8.0x	9.0x	10.0x	11.0x	12.0x
6.2%	€219.06	€240.60	€262.14	€283.68	€305.22
6.7%	€209.41	€230.05	€250.68	€271.32	€291.95
7.2%	€200.18	€219.95	**€239.72**	€259.49	€279.26
7.7%	€191.34	€210.29	€229.23	€248.18	€267.13
8.2%	€182.88	€201.04	€219.20	€237.36	€255.52

Fuente: elaboración propia.

El múltiplo de 10x es moderado para el sector del lujo. Kering cotizó históricamente entre 10x y 20x EBITDA, y hoy lo hace a unas 21 veces el EBITDA de 2025, aunque sobre resultados muy deprimidos. El 10x implica un crecimiento a perpetuidad del 2%, un valor razonable.

En el Best Case el valor es de **€363,84** y en el Worst Case de **€134,54**.

Leyendo los dos métodos juntos

Promediando ambos métodos en el escenario base, llego a un **precio objetivo de €230 por acción**, frente a un precio de mercado de €187,20. Es decir, un upside de alrededor del 23%.

Los dos métodos coinciden bastante, lo que da cierta solidez al resultado. Pero la dispersión entre escenarios es enorme: desde €112 en el Worst Case hasta más de €350 en el Best Case. Esa dispersión resume la tesis: el valor de Kering depende casi por completo de lo que pase con Gucci.

SECCIÓN 08

Conclusión

Después de la caída de los últimos meses, la ecuación de Kering cambió. A €187, mi modelo arroja un **precio objetivo de €230 por acción**, con un upside de alrededor del 23% en el escenario base. El mercado ya no descuenta la recuperación completa, como sí lo hacía cuando la acción cotizaba por encima de €250.

Además, hay dos cambios relevantes respecto de la Kering de hace un año: un nuevo CEO con un perfil de disciplina operativa y la venta de Beauté, que reduce la deuda de forma significativa.

Sin embargo, la diferencia fundamental con Hermès sigue siendo la misma: en Hermès, el moat existe independientemente de lo que haga el director creativo. En Kering, el moat depende directamente de las decisiones de personas creativas cuyo talento es por definición impredecible. Y los números del tercer trimestre muestran que Gucci todavía no encontró el camino.

Con Kering viví lo que significa una trampa de valor: una empresa que parece barata en los múltiplos porque sus múltiplos históricos eran más altos, pero donde lo que parecía un ciclo pasajero era en realidad el negocio normalizándose hacia su nivel real de rentabilidad. Esa lección no implica que Kering no pueda recuperarse: puede hacerlo, y si lo hace, puede tener retornos interesantes. Implica que la inversión requiere una convicción sobre la recuperación creativa de Gucci que los datos actuales todavía no justifican.

Para quien tenga esa convicción, el precio actual es bastante más razonable que hace unos meses. Pero la señal que cambiaría el análisis sigue siendo la misma: un trimestre de crecimiento en Gucci con expansión de márgenes.

En lo personal, sigo prefiriendo mantenerme al margen. Priorizo invertir en negocios más predecibles, con moats más difíciles de erosionar y donde la tesis no dependa de adivinar cuándo un director creativo va a conectar con el consumidor global. Kering puede levantarse mañana o en tres años, y honestamente no tengo manera de anticiparlo con la convicción que necesito para construir una posición.

El sector del lujo no sabemos cuándo va a levantar. Lo que sí sabemos es que cuando levante, Kering tendrá un apalancamiento operativo significativo: con los costos fijos ya absorbidos, cada euro adicional de ingreso tiene un impacto desproporcionado en el margen. Eso convierte a Kering en una apuesta interesante para el momento correcto del ciclo. Identificar ese momento requiere paciencia.

Alan



WEB
azstocks.net

SUBSTACK
azstocks.substack.com

X
@alan_azstocks