

Louvain School of Management

Analyse fondamentale d'une action

LVMH

Auteur : Jad BITAR
Promoteur : Pr. Isabelle Platten
Année académique : 2020-2021
Master en ingénieur de gestion
Finalité spécialisée en Financial Engineering

Remerciements

Je tiens à remercier l'ensemble des personnes qui m'ont permis d'en arriver là où j'en suis aujourd'hui. Tant mes amis et ma famille que l'ensemble des professeurs que j'ai eu la chance d'avoir au cours de mes années études.

Je souhaite particulièrement remercier Madame Isabelle Platten, ma promotrice, pour son temps, son énergie ainsi que ses nombreux conseils qui ont su me guider tout au long de la réalisation de ce mémoire.

Je souhaite également remercier Monsieur Housni Charrite, analyste financier chez ING, pour l'entretien accordé.

Enfin, je tiens également à remercier Ophélie Thibaut, Lina Hamdar et Sabine Bare pour la relecture pointilleuse de mon mémoire.

Table des matières

I. Introduction.....	1
1.1 Rôle de l'analyste financier	2
1.2 Présentation de l'entreprise	4
1.2.1 Secteurs d'activités	4
1.2.2 Structure du capital.....	5
1.2.3 Structure du groupe	5
1.2.4 Responsabilité sociétale	6
1.3 Analyse du cours de bourse	9
1.4 Politique de dividendes	11
1.5 Récents faits marquants.....	12
II. Analyse du secteur d'activité	14
2.1 Analyse du secteur du luxe.....	14
1.1.1 Effet de la crise sanitaire.....	14
1.1.2 Analyse du consommateur.....	15
2.2 Analyse SWOT	16
2.2.1 Analyse SWOT par zone géographique	17
2.2.2 Analyse SWOT par sous-secteur d'activité.....	22
2.2.3 Que conclure ?	29
III. Analyse financière	31
3.1 Analyse de la rentabilité de LVMH	31
3.1.1 Analyse des revenus par zones géographiques.....	31
3.1.2 Analyse des revenus par segment.....	35
3.1.3 Analyse du compte de résultat	37
3.2 Structure financière	39
3.3 Analyse des CF	41
3.4 Analyse de la variation du BFR	43
IV. Valorisation	44
4.1 La méthodes des comparables.....	44
4.1.1 Présentation de la méthode générale	45
4.1.2 Application de la méthode	45
4.2 Discounted Free Cash Flow	48
4.2.1 Présentation de la méthode.....	48
4.2.2 Calcul du WACC (coût pondéré du capital)	48
4.2.3 Entreprise Value et Terminal Value	50
4.2.4 Application de la méthode	51

4.2.4.1 Estimations et interprétation des hypothèses.....	51
4.2.5 Projection de Free Cash-Flow, Terminal Value & Enterprise Value	55
4.2.6 Estimation du prix de l'action	56
<i>V. Analyse de sensibilité</i>	<i>56</i>
<i>VI. Confrontation des différents résultats et détermination du prix cible</i>	<i>58</i>
<i>VII. Conclusion et recommandation</i>	<i>60</i>
<i>VIII. Bibliographie.....</i>	<i>1</i>
<i>IX. Annexes</i>	<i>4</i>

I. Introduction

Dans ce mémoire portant sur l'analyse fondamentale d'une action, j'ai décidé de me pencher sur le célèbre groupe français LVMH. Ce mémoire prendra la forme d'un rapport de valorisation de l'equity de cette entreprise ainsi que d'une recommandation d'investissement à l'achat ou à la vente. Tout d'abord, après avoir présenté l'entreprise, une analyse du secteur d'activité sera réalisée. Cette analyse comprendra les principaux facteurs de croissance et disruptifs, une analyse de la dynamique attendue, ainsi qu'une analyse SWOT. Étant données les dynamiques différentes au sein de chacun de ces sous-secteurs, une analyse SWOT sera effectuée pour chacun d'entre eux. Ensuite, afin de pouvoir arriver à une recommandation correcte, j'estimerai la valeur de l'equity par différents modèles concurrents : une méthode basée sur la projection des cash-flows (CF) et une autre sur les sociétés comparables. Pour ce faire, une analyse historique de l'entreprise sur base des états financiers des 5 dernières années (earnings, debt, ebitda,...) sera effectuée. Plus précisément, cette analyse financière portera en particulier sur la rentabilité, la structure financière et l'analyse des cash-flows de l'entreprise dans toutes ses composantes : CF opérationnels, CF d'investissement, CF de financement. De plus, afin d'appuyer mes résultats, une entrevue avec un professionnel du milieu semblait également utile. Enfin, afin d'arriver à une recommandation pertinente, une analyse de sensibilité sera conduite.

Avant de présenter l'entreprise, rappeler dans de grandes lignes ce que signifie « l'analyse fondamentale » d'une action, et en quoi consiste le métier d'analyste financier semblent être deux prérequis indispensables.

L'analyse fondamentale est une méthode qui permet de mesurer la valeur intrinsèque d'un titre en examinant les facteurs économiques et financiers qui s'y rattachent. Elle permet en effet de déterminer la juste valeur d'une action (i.e. « Fair market value »). Pour y parvenir, les analystes étudient tout ce qui peut affecter la valeur du titre, que ce soit des facteurs macroéconomiques tels que l'état de l'économie et les conditions du secteur ou encore des facteurs microéconomiques comme l'efficacité de la gestion de l'entreprise.

Si la juste valeur obtenue est supérieure au prix du marché, l'action est considérée comme sous-évaluée et une recommandation d'achat est donnée.

1.1 Rôle de l'analyste financier

Un des points importants de ce rapport est de bien comprendre le métier d'analyste financier ainsi que le rôle de l'analyse financière en général.

L'analyse financière est un processus d'évaluation des entreprises ou projets, afin de déterminer leurs performances et leur stabilité. L'analyse financière implique l'utilisation d'un grand nombre de données financières dans le but d'évaluer les performances de l'entreprise et de formuler des recommandations afin d'arriver à une valorisation.

La valorisation d'une entreprise, et donc l'estimation du prix de l'action, peut se faire via différentes méthodes tout aussi différentes les unes des autres. Il existe d'une part des méthodes indirectes visant à évaluer les actions à l'aide de ratios cours-bénéfices (price-earnings ratios) ou de ratios de rentabilité des capitaux propres (return-on-equity ratios) combinés à des ratios cours-valeurs comptable (book-to-price ratios). D'autre part, il existe des méthodes utilisant les chiffres de ventes afin de calculer la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs (Leibowitz, 1997). Enfin, il existe également des méthodes basées sur le modèle de croissance des dividendes (Gordon, 1962).

L'analyse fondamentale et l'analyse technique sont les deux principales techniques d'analyse financière. L'analyse fondamentale utilise les ratios et les données des états financiers dans le but de déterminer la valeur intrinsèque d'un titre. Alors que l'analyse technique part du principe que la valeur d'un titre est déjà déterminée par son prix et se concentre plutôt sur les tendances de la valeur à travers le temps (Cohen, 1997).

Une autre étape de la valorisation d'une entreprise consiste à effectuer des analyses de scénarios et de sensibilité afin de mesurer le risque d'incertitude liée aux méthodes utilisées. En effet, étant donné que l'élaboration d'un modèle de valorisation d'une entreprise est une tentative de prédire l'avenir, elle est par nature très incertaine. La mise en place de scénarios et la réalisation d'une analyse de sensibilité peuvent toutes deux aider à déterminer à quoi pourrait ressembler l'avenir d'une entreprise, dans le pire ou le meilleur des cas.

Les analystes financiers sont responsables des différentes analyses financières effectuées. La profession d'analyste financier est apparue au début du vingtième siècle, du côté des États-Unis

et a énormément évolué avec le temps. En 1934, Benjamin Graham et David Dodd publient «Security Analysis », et il s’agissait à l’époque du premier livre consacré à la profession. Cet ouvrage mettait en avant les trois principales fonctions relatives au métier :

- *Décrire des faits relatifs à une valeur financière*
- *Sélectionner (des valeurs en fonction de leurs mérites propres)*
- *Critiquer (les données financières analysées).*

En Europe, la loi de sécurité financière (datant du 1er août 2003)¹ donne la première définition juridique liée à cette profession² : « *exerce une activité d’analyse financière toute personne qui, à titre de profession habituelle, produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l’épargne, en vue de formuler et de diffuser une opinion sur l’évolution prévisible desdites personnes morales et, le cas échéant, sur le prix des instruments financiers qu’elles émettent.* »

Cependant, aujourd’hui, au vu des nombreuses évolutions des marchés financiers (complexité des marchés, croissance du nombre de sociétés cotées ...), le métier d’analyste financier se résume comme suit : « *Les analystes financiers sont chargés de la mise en place, de l’analyse et de la projection financière des entreprises. Ils prédisent les revenus et les dépenses futurs afin d’établir les différentes structures de coûts et ainsi déterminer le montant du financement des projets.* »³

Afin de pouvoir établir leurs prévisions et d’arriver à leurs recommandations stratégiques, la plupart du temps via des rapports, les analystes financiers sont chargés de suivre et analyser les performances financières d’une entreprise ainsi que les conditions du marché (Bayle & Schwartz, 2005).

Enfin, il est courant que les marchés financiers soient sujets à des anomalies et les analystes financiers ne l’ignorent pas. Sur les marchés financiers, les anomalies désignent les situations dans lesquelles un titre agit de manière contradictoire à la notion de marché efficient, où les prix des titres sont censés refléter toutes les informations disponibles à un moment précis dans le temps (Guo, Weikai & Wei, 2020). Grâce à l’obtention et au traitement de différentes informations, ces analystes sont capables de détecter ces erreurs de marché. Par ce biais, ils cherchent ainsi à comprendre comment les prix vont évoluer, dans le but d’en retirer une plus-

¹ <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000000428977/>

² http://ressources.aunege.fr/nuxeo/site/esupversions/3ebf938d-0f66-4447-aea6-acbe831fd97b/co/partie2_1.html

³ <https://www.parkerlynn.com/job-seekers/job-descriptions/financial-analyst/>

value. Les anomalies ont tendance à disparaître au cours du temps et le prix du marché vient ainsi à s'adapter à la juste valeur (fair-value) calculée par les analystes (Breton & Schatt, 2000). Selon Womack (2002), il est avéré que les marchés financiers, et de ce fait les cours de bourses, *« tendent à s'adapter aux recommandations faites par les analystes, non seulement immédiatement après leurs publications, mais également plusieurs semaines après »*.

1.2 Présentation de l'entreprise

L'entreprise française LVMH – LOUIS VUITTON MOET HENESSY - est une société holding qui exerce différentes activités dans le domaine du luxe. LVMH a la particularité d'être à la fois concepteur, fabricant et distributeur de ses propres produits (LVMH, 2020). En effet, le groupe français est propriétaire de ses sites de production ainsi que de ses réseaux de distribution (via ses magasins et son site internet proposant la vente en ligne). Son réseau de vente est international : 5 003 magasins ainsi que 148 000 collaborateurs répartis dans les quatre coins du monde, selon le rapport annuel publié début 2021.

1.2.1 Secteurs d'activités

Au total, l'entreprise détenue en majorité par Bernard Arnault, possède 75 marques et exerce son activité dans 6 secteurs :

- Articles de mode et de maroquinerie (**46% des revenus de l'entreprise**) : marques Louis Vuitton, Kenzo, Celine, Fendi, Marc Jacobs, Givenchy, etc.
- Parfums et produits cosmétiques (**12%**) : parfums (marques Christian Dior, Guerlain, Kenzo, etc.), produits de maquillage (Guerlain, Acqua di Parma, etc.).
- Vins et spiritueux (**11%**) : champagnes (marques Moët & Chandon, Mercier, Veuve Clicquot Ponsardin, Dom Pérignon, etc.), vins (Cape Mentelle, Château D'Yquem, etc.), cognacs (notamment Hennessy), whisky, etc.
- Les montres & la joaillerie (**8%**) : Bvlgari, Hublot, Tiffany & Co,...
- La distribution sélective (**23%**) : Sephora, La Samaritaine (à Paris),...
- Les autres activités : Hôtellerie, médias, ...

1.2.2 Structure du capital

A l'heure actuelle, selon les informations disponibles sur le site internet du groupe⁴, la structure du capital du groupe se présente ainsi :

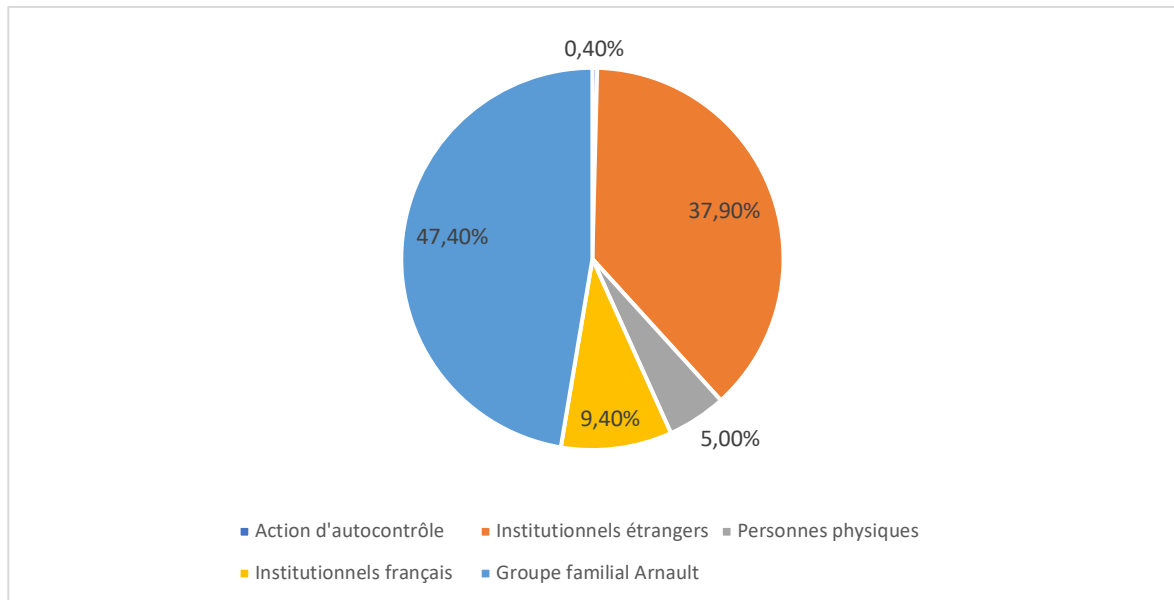


Figure 1: Structure du capital de LVMH

Le groupe familial Arnault détient la majorité des parts, avec 47,4% et il y a au total 5 catégories d'investisseurs :

- *Groupe familial Arnault*
- *Institutionnels étrangers (The Vanguard Group, Amundi,...)*
- *Institutionnels français (BNP Paribas Asset Management France entre autres)*
- *Personnes physiques*
- *Action d'autocontrôle*

Selon le lexique des droits des sociétés⁵, des actions d'autocontrôle sont « *des actions détenues par une société (ou plusieurs), directement ou indirectement contrôlées par la société émettrice. Ces actions sont privées de droit de vote* ».

1.2.3 Structure du groupe

L'intérêt porté pour LVMH est indissociable de celui porté au groupe français Christian Dior, détenu majoritairement par le groupe familial Arnault. L'actionnariat de l'entreprise Christian

⁴ <https://www.lvmh.fr/actionnaires/lvmh-en-bourse/structure-du-capital/>

⁵ http://www.mascre-heguy.com/htm/fr/definitions/definition_action_autocontrôle.html

Dior a récemment changé suite à une offre publique de retrait qui a eu lieu en 2017. La grande majorité des parts du groupe - 97,5% - a en effet été rachetée par le groupe familial Arnault. Le reste des actionnaires étant des actifs flottants. Le groupe Christian Dior appartient donc au Groupe Arnault, une société de holding qui est contrôlée par le célèbre homme d'affaires français Bernard Arnault. Ce dernier est ainsi propriétaire d'LVMH via le holding Christian Dior SA. Les deux principales filiales du groupe Christian Dior SA sont LVMH avec 47.4% du capital en 2020 et 58.02% des droits de vote depuis 2011 et Christian Dior Couture, une maison de haute couture et de prêt à porter. Celle-ci génère environ 4% du chiffre d'affaires du groupe et est détenue à 100% par le groupe LVMH. L'annexe 1 reprend la structure du groupe de manière détaillée.

En ce qui concerne la **gouvernance** du groupe, les principaux organes décisionnels de LVMH sont le Conseil d'administration et le Comité exécutif. Le Comité exécutif - composé de directeurs exécutifs, opérationnels et fonctionnels - définit les objectifs stratégiques sur base des directives décidées par le Conseil d'administration, coordonne leur mise en œuvre, veille à ce que l'organisation s'adapte aux changements de l'environnement économique et enfin, supervise la définition et l'accomplissement des tâches (et des délégations de pouvoir) de la direction générale. En ce qui concerne les objectifs du conseil d'administration, il s'agit principalement d'accroître la valeur de l'entreprise et de défendre son intérêt social. À la tête du groupe se trouve Bernard Arnault, qui occupe la place de président-directeur général. Le comité exécutif est composé de 13 membres⁶ (Mr. Arnault y compris) et le conseil d'administration est quant à lui composé de 29 personnes (Mr. Arnault y compris)⁷.

1.2.4 Responsabilité sociétale

Une question qui revient souvent est de savoir s'il est possible de concilier luxe, éthique et durabilité. Au-delà de la prise de conscience écologique généralisée que nous connaissons actuellement (du moins dans le monde occidental), un grand nombre de marques de luxe ont fait le choix d'être de plus en plus transparent avec le consommateur, en ce qui concerne les pratiques de production et de distribution de leurs différents produits. Une des principales causes de ce changement sont les nouveaux consommateurs cibles du secteur du luxe, à savoir les générations X et Y qui, comparés à leurs aînés, sont moralement beaucoup plus

⁶ <https://www.lvmh.fr/groupe/identite/gouvernance/comite-executif/>

⁷ <https://www.lvmh.fr/groupe/identite/gouvernance/conseil-administration/>

responsables. Des marques comme LVMH ou Hermès sont conscientes de l'évolution des mentalités ainsi que des comportements de ces consommateurs-là, et ont décidé de s'y adapter.

Le groupe français LVMH communique énormément au sujet de ses différentes actions menées et publie chaque année un rapport sur l'ensemble de ses engagements pris. Ainsi, en avril 2021, le groupe a – dans son rapport annuel⁸ - fait part des nouveaux objectifs de sa stratégie environnementale, en mettant en avant le programme « Life 360 » qui prône l'alliance de la nature et de la créativité.⁹ Dans un communiqué datant du 22 avril 2021, le groupe dit : « *LIFE (LVMH Initiatives For the Environment) 360 est un programme d'actions doté d'objectifs datés et chiffrés: des produits créés en harmonie avec la nature, qui prennent soin de la biodiversité et du climat, en mobilisant toutes les parties prenantes. Ces 3 objectifs principaux ont des échéances claires d'ici 2023, 2026 et 2030. Toutes les Maisons du Groupe contribuent par leurs propres plans d'actions à relever ces défis* »¹⁰

C'est en 2016 que le programme LIFE voit le jour, avec le plan LIFE 2020. À cette époque-là, lors de l'initiation du projet, le groupe avait mis en place les objectifs suivant pour l'ensemble de ses Maisons, dans le but de petit à petit atteindre « l'excellence environnementale »: (1) améliorer la performance environnementale de tous les produits, (2) déployer les meilleurs standards dans les filières d'approvisionnement et (3) améliorer les indicateurs clés de l'efficacité environnementale pour tous les sites et réduire les émissions de CO2 (LVMH, 2021). Étant donné que ces objectifs ont été atteints et même dépassés, le groupe français a de ce fait en toute logique décidé de maintenir le cap et de poursuivre sa lancée en développant le plan stratégique LIFE 360, qui intègre de nouveaux objectifs incarnant « *le luxe nouveau* ».

Ce programme d'action a été mis en place autour de quatre plans stratégiques (cf. annexe 2 pour le détail de chacune des stratégies):

- Plan stratégique 1 : la circularité créative
- Plan stratégique 2 : la traçabilité
- Plan stratégique 3 : la biodiversité
- Plan stratégique 4 : le climat

⁸ https://r.lvmh-static.com/uploads/2021/04/fr_lvmh_reng20_030521_wapm2.pdf

⁹ https://r.lvmh-static.com/uploads/2021/05/life_360_fr_externe_def.pdf

¹⁰ https://r.lvmh-static.com/uploads/2021/05/life_360_fr_externe_def.pdf

En plus des objectifs fixés au travers des différents programmes, LVMH a également mené à bien quelques actions montrant son engagement et sa responsabilité sociétale. Par exemple, au début de la crise sanitaire, le groupe avait converti plusieurs de ses sites de Parfums et Cosmétiques, afin de pouvoir fabriquer du gel hydroalcoolique, des masques ainsi que des blouses (LVMH, 2021). Le groupe démontrait ainsi sa solidarité envers le personnel médical et les pouvoirs publics.

De plus, LVMH soutient les objectifs de développement durable élaborés par les Nations unies en 2015 et les a intégrés dans sa stratégie de responsabilité sociale et environnementale. Ces différents objectifs ont pour but *« de réduire les inégalités, rendre le monde meilleur pour les générations futures, notamment en apportant des solutions au problème du changement climatique, et faire en sorte que tous les êtres humains vivent dans la paix et la prospérité »*.

La liste complète des 17 objectifs se trouve en annexe 3. En termes de responsabilité sociale, LVMH prône avant tout le respect de la dignité et de la singularité de chacun, et une attention constante est portée à l'inclusion et à l'épanouissement de l'ensemble des collaborateurs (LVMH, 2021).

Enfin, en termes de chiffre, d'un point de vue environnemental, il est stipulé que les émissions du gaz à effet de serre ont diminués de 16 % en 2020 (par rapport à 2019), que la consommation totale d'eau (nécessaire dans les différentes étapes de productions) a chuté de près de 15% en 2020, que la production de déchets du groupe (en tonne) a chuté de 18,5% et enfin, que 93% des déchets sont recyclés ou transformés en énergie.

Au vu des améliorations obtenues en 2020 et de l'ensemble des programmes et plans stratégiques mis en place cette année, LVMH poursuit son ascension vers une entreprise plus verte et responsable, et il y a très peu de quant à l'atteinte des objectifs fixés par le groupe.

1. 3 Analyse du cours de bourse

En ce qui concerne l'analyse du titre de LVMH, le graphique ci-dessous retrace le cours de l'action entre le 1^{er} janvier 2017 et 27 mai 2021.

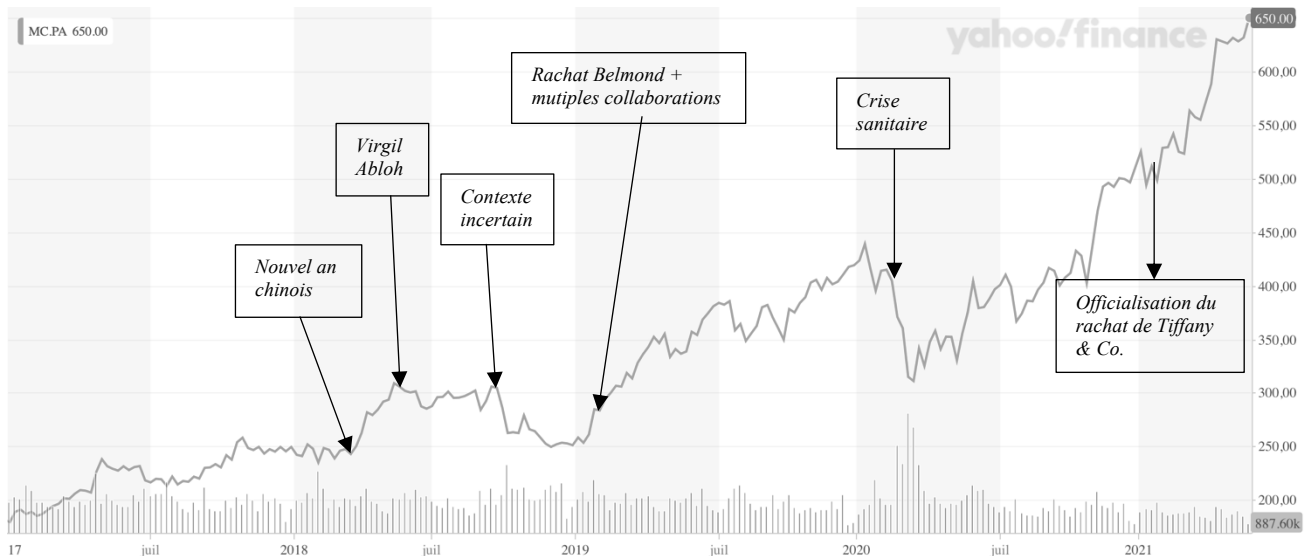


Figure 2: Cours du titre LVMH, entre janvier 2017 et Mai 2021 (Source : Yahoo Finance)

En janvier 2017, le titre du groupe s'échangeait pour moins de **175€**, alors qu'il s'échange aujourd'hui à plus ou moins **640€**. Cette performance boursière de 260 % s'explique par la stratégie mise en place par LVMH depuis de nombreuses années. Dans chacun de ses différents rapports annuels publiés, le groupe se veut rassurant en ce qui concerne l'avenir et assure des perspectives plutôt favorables. Le groupe témoigne d'une grande confiance, incitant ainsi les futurs investisseurs. De manière générale, on remarque une croissance plutôt stable au fil du temps, avec néanmoins quelques baisses à certains moments.

On remarque tout d'abord une forte croissance entre **février et mai 2018**, le titre passant en effet de plus ou moins **250€** à un peu plus de **300€**. Cette hausse s'explique tout d'abord par la forte demande liée au **Nouvel An chinois**, se déroulant à la mi-février 2018. En effet, l'importance du marché asiatique, principalement porté par la Chine, n'est plus à démontrer et il n'y a aucun doute sur le fait que cet événement, regroupant des centaines de millions de personnes, ait poussé l'action à la hausse. Consciente du potentiel qu'a le marché chinois, Louis Vuitton, la marque la plus populaire du groupe français, n'a par exemple pas hésité à sortir une collection spécialement prévue pour cet événement.¹¹

¹¹ <https://www.spottedfashion.com/2018/02/09/louis-vuitton-cny-2018-year-tue-dog-collection/>

Ensuite, un autre élément important lié à cette hausse du mois de mars 2018 est la nomination de **Virgil Abloh** – figure emblématique de la mode – en tant que directeur artistique de la marque Louis Vuitton. Cette annonce avait à l’époque créé énormément d’engouement autour de la marque. Abloh a d’une part réussi à élargir la clientèle de la marque, mais a également réussi à transformer les défilés masculins de la marque en de véritables évènements.¹²

On remarque cependant une certaine diminution du cours de l’action au **dernier trimestre de l’année 2018**. Ceci s’explique principalement par un contexte géopolitique et monétaire incertain. Le directeur financier de la société, Jean-Jacques Guiony, avait confirmé lors d’une conférence que le gouvernement chinois commencerait à appliquer des règles plus strictes à ses frontières¹³. En réponse aux craintes des investisseurs concernant le marché chinois - craintes plus précisément liées à un ralentissement économique, à une dépréciation de la monnaie et à une guerre commerciale avec les États-Unis - le groupe français déclarait à l’époque qu’il resterait vigilant. À titre informatif, les concurrents directs de LVMH ont expérimenté une baisse semblable à la même période: le titre de Kering chutait de 9,62 %, celui d’Hermès de 5,07 % et celui de Burberry de 8,09 %. Bernard Arnault avait par ailleurs profité de ces baisses de cours afin de renforcer sa position dans le groupe LVMH, en rachetant pour environs 73,5 millions d’euros d’actions (Forbes, 2018).¹⁴

Malgré une fin d’année 2018 un peu difficile, le groupe français commence **l’année 2019** de manière assez confiante en annonçant tout d’abord l’acquisition de **Belmond**¹⁵, qui détient 46 hôtels, trains et croisières fluviales, pour une somme avoisinant les 2,8 milliards d’euros. Ce rachat avait pour but de permettre au holding français de se repositionner dans le domaine du luxe expérientiel (segment peu développé) et surtout de limiter son exposition face à la clientèle chinoise. En agissant de la sorte, LVMH cherchait en effet à diversifier son portefeuille et ainsi réduire son risque géographique. LVMH multiplie également ses **collaborations** avec des artistes (Rihanna entre autres) ainsi que des **collections inédites** (Nouvel An chinois, Stella McCartney...), poussant de plus en plus de personnes à acheter leurs produits. Le groupe français juge, dans son ensemble, l’année 2019 comme étant une année record¹⁶.

¹² <https://www.lecho.be/dossier/resultatssocietes/louis-vuitton-remplit-les-poches-de-lvmh/10116093.html>

¹³ <https://jingdaily.com/lvmh-undaunted-china/>

¹⁴ <https://www.forbes.fr/finance/comment-bernard-arnault-renforce-son-emprise-sur-lvmh-et-soffre-pour-735-millions-deuros-dactions/?amp>

¹⁵ <https://www.lvmh.fr/actualites-documents/communiqués/lvmh-conclut-un-accord-avec-belmond-en-vue-de-renforcer-sa-presence-dans-lunivers-de-lhotellerie-dexception/>

¹⁶ <https://www.lvmh.fr/actualites-documents/communiqués/resultats-2019-records/>

Après avoir bien diminué jusqu'en **avril 2020**, au début de la crise sanitaire et du premier confinement, le cours de l'action a augmenté et a même dépassé à partir du début du mois de **novembre** le niveau atteint en février 2020 (soit autour de **430 euros**). Soit à peine 6 mois après le début de la crise. L'action LVMH a depuis lors bondi pour aujourd'hui valoir un peu plus de **640 euros**. De plus, la digitalisation de LVMH ayant poussé au développement de ses ventes en ligne, a permis au groupe de limiter la baisse de ses ventes et donc de sa rentabilité, et d'ainsi commencer 2021 avec une certaine confiance.

1.4 Politique de dividendes

LVMH paye des dividendes deux fois par an (généralement une fois en avril et une fois en décembre). Le tableau ci-dessous reprend d'une part les dividendes par actions payés entre 2015 et 2023 (en euro), et d'autre part le bénéfice net par action du groupe pour la même période.

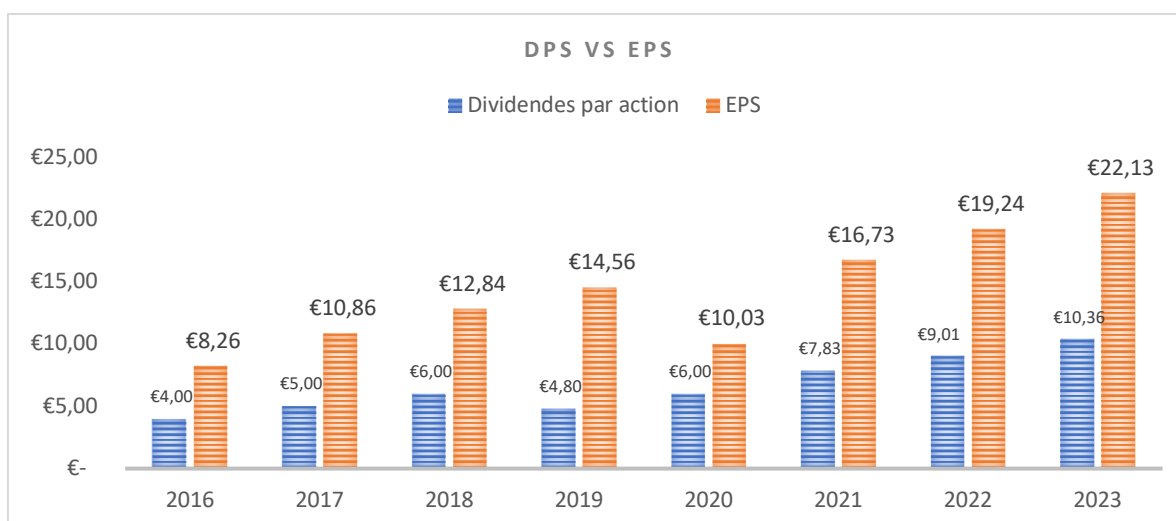


Figure 3: Dividendes et bénéfice net par action (LVMH, 2021 ; Estimation: Jad Bitar)

On observe donc que le groupe français distribue des dividendes par action de plus en plus élevés chaque année (mise à part pour 2019 où le montant de 6,8€ initialement prévu a été revu à la baisse à cause de la crise)¹⁷. On observe également que les bénéfices nets par action sont également croissants, ce qui signifie qu'au fil des années, le revenu net n'a cessé d'augmenter - sauf en 2020 bien évidemment – et que LVMH est de plus en plus rentable.

Pour les données estimées, j'ai fait l'hypothèse que les revenus nets allaient croître à un taux constant de **15%** par an, d'ici 2023 (ce taux correspond au TCAC¹⁸ des revenus nets, au cours

¹⁷ <https://www.bnains.org/archives/action.php?codeISIN=FR0000121014>

¹⁸ Taux de croissance annuel composé (Formule « Taux.Int.Equiv » sur Excel).

des 10 dernières années). J'ai ensuite fait l'hypothèse que le nombre d'actions en circulation n'allait pas changer et resterait de 504,2 millions. Ceci m'a permis de trouver les EPS¹⁹ pour 2021-2023. Enfin, j'ai fait l'hypothèse que le ratio « DPS/EPS » serait constant et vaudrait **46,8%** (ratio moyen entre 2016 et 2020) au cours des 3 prochaines années, ce qui m'a permis d'estimer les dividendes futurs. En général, ce n'est pas le montant des dividendes versés qui compte réellement, mais plutôt leur variation annuelle : en augmentant ses dividendes, une entreprise signale à ses actionnaires que l'avenir est prometteur, tandis qu'une baisse serait plutôt perçue comme un signe de mauvaise gestion (Abor & Bokpin, 2010). Dans notre cas, en haussant ses dividendes par action, LVMH cherche à envoyer un fort signal de confiance à ses multiples actionnaires, en leur annonçant des perspectives de croissance plus que favorables (Abor & Bokpin, 2010).

Un faible pay-out ratio peut indiquer qu'une entreprise réinvestit la majeure partie de ses bénéfices dans le développement de ses activités. Un ratio de distribution supérieur à 100 % indique que l'entreprise verse plus de dividendes que ses bénéfices ne peuvent en supporter, ce qui est considéré comme une pratique non durable sur le long terme (Investopedia, 2021)²⁰. Pour **l'année 2020**, LVMH a proposé un dividende de 6 euros par action. Un acompte sur dividende de 2 euros par action a premièrement été distribué le 3 décembre 2020 et le solde, 4 euros, a été payé le 22 avril 2021 (LVMH, 2021). Le payout ratio est de 64,3% en 2020. En théorie, un ratio compris entre 35% à 55% est considéré comme bon et approprié du point de vue d'un investisseur²¹. Une société susceptible de distribuer environ la moitié de ses bénéfices sous forme de dividendes est une société bien établie et leader dans son secteur.

1.5 Récents faits marquants

Tout d'abord, il semble important de souligner que le groupe LVMH est devenu, au début de cette année 2021, la première capitalisation boursière européenne, en dépassant le groupe Nestlé, et ce malgré la diminution des ventes et le contexte sanitaire peu favorable. Le 10 février 2021, LVMH valait en effet 271 milliards d'euros contre 265 milliards pour Nestlé.²²

¹⁹ ESP = Earnings per share = le bénéfice net par action / DPS = Dividend per share

²⁰ <https://www.investopedia.com/terms/p/payoutratio.asp>

²¹ <https://www.dividend.com/dividend-education/what-is-an-ideal-payout-ratio/>

²² https://trends.levif.be/economie/entreprises/lvmh-devient-la-premiere-capitalisation-boursiere-europeenne-devant-nestle/article-news-1391091.html?cookie_check=1613827280

Une chose dont il semble également important de parler est l'acquisition de Tiffany & Co par LVMH, finalisée en décembre 2020, mais dont il était déjà question un an plus tôt. Les raisons de cette acquisition semblent être assez simples à comprendre. Le segment de la joaillerie ne contribue qu'à 10% du chiffre d'affaires de LVMH. En finalisant cet accord avec Tiffany & Co, LVMH cherche sans aucun doute à augmenter le poids de ce segment, surtout que le chiffre d'affaires de Tiffany & Co en 2019 était de 4,4 milliards de dollars. Cette acquisition par LVMH s'est faite sous forme d'OPA et a été finalisée le 7 janvier 2021. L'offre de base évaluée à 135\$ par action a finalement été revue à la baisse et la proposition finale acceptée par les actionnaires de Tiffany & Co fut de 131.5\$ par action, soit 16,2 milliards de dollars au total (plus ou moins 14.7 milliards d'euros). Initialement prévus avant la crise sanitaire, les dirigeants du groupe LVMH ont, dans le courant de l'année 2020, demandé un réajustement du prix de l'offre, étant donné l'incertitude des effets de la crise qui règnent encore et toujours.²³ Cependant, en concluant cet accord, LVMH s'est engagé à reprendre 317 millions d'euros (350 millions de dollars) de dette qui jusque-là, était portée par Tiffany & Co.

²³ <https://www.lesechos.fr/industrie-services/mode-luxe/lvmh-tout-pres-de-mettre-la-main-sur-tiffany-1277291>

II. Analyse du secteur d'activité

2.1 Analyse du secteur du luxe

Aujourd'hui, les attentes des consommateurs envers les marques de luxe ont évolué, car les valeurs partagées de la nouvelle génération de clients diffèrent de celles partagées par ses prédécesseurs. Le secteur du luxe dans son ensemble est un secteur fortement concurrencé et LVMH n'échappe pas à la règle. Le groupe français fait en effet face à quelques grands noms qui sont des concurrents à prendre en compte lors de cette analyse. Bien que le groupe français soit considéré comme étant le leader du marché des produits de luxe, ses principaux concurrents sont le groupe « La Compagnie Financière Richemont SA » (2^e groupe mondial de luxe en termes de chiffres d'affaires, après LVMH) et « Kering SA », groupe gérant (et possédant) plusieurs grandes marques connues sur le marché du luxe. D'autres groupes, tels que Moncler, Prada SA, ou Hermès semblent également être des concurrents à ne pas négliger.

1.1.1 Effet de la crise sanitaire

Bien que moins touché que les autres secteurs, le secteur du luxe n'est pas épargné par la crise sanitaire actuelle. Dans un rapport publié par Bain & Company²⁴ en 2020, le cabinet de conseil montre que les ventes dans ce secteur ont chuté de 25 % au premier trimestre de cette même année. Le secteur est en **recul de 21%** sur les neuf mois cumulés pour **LVMH** et **Kering**, mais de seulement **14% pour Hermès**. Cependant, ce qui semble intéressant, c'est de voir que sur le troisième trimestre de 2020 qui s'est terminé fin septembre, les ventes repartent pour Hermès et la baisse de régime précédemment notée chez LVMH et Kering s'est bien limitée.

Étant donné les mesures sanitaires mises en place qui ont poussé à la fermeture des magasins, la crise sanitaire a poussé l'industrie à se transformer, à innover et donc à penser de manière différente, afin de répondre à la demande des consommateurs. Cela s'est notamment vu par la **digitalisation** du secteur. Les ventes en ligne des produits de luxe se sont envolées et leur part de marché a quasiment doublé, passant de **12 % en 2019 à 23 % en 2020**. Les scénarios pour 2021 sont variés et Bain prévoit une croissance allant de **10 % à 19 %** en fonction de conditions macroéconomiques, de l'évolution de la crise ou encore de la vitesse à laquelle le retour des voyages internationaux se fera.

^{24,24}<https://www.bain.com/fr/a-propos-de-bain/media-center/communiqués-de-presse/france/2020/la-crise-de-la-covid-19-entraîne-la-plus-forte-baisse-jamais-connue-par-le-secteur-du-luxe-mais-permet-daccélérer-sa-transformation/>

Toujours selon un rapport publié par Bain & Company²⁵, en **2019** le secteur du luxe avait connu une croissance de **4%**, et avait dans son ensemble atteint 1 300 milliards d'euros de chiffre de vente au niveau mondial. Cette croissance fut principalement portée par les **marchés asiatiques** et plus particulièrement par la **Chine**, qui depuis un bon moment maintenant est le « moteur » de l'industrie du luxe. En **2019**, les clients chinois ont en effet à eux seuls généré **90 %** de la croissance du secteur et représentaient **35 %** des achats au niveau mondial. Le marché européen quant à lui affichait une croissance de 1% et atteignait 88 milliards d'euros (Bain, 2020).

1.1.2 Analyse du consommateur

Alors que le monde du "luxe" renvoie traditionnellement à l'idée d'héritage, de qualité et d'artisanat, les nouveaux consommateurs de luxe, les Millenniaux et la génération Z changent et remettent en question la définition du luxe. La complexité de ces nouveaux consommateurs influence l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement de la mode et cette complexité exige des efforts d'adaptation et des investissements considérables de la part des entreprises, qui sont à la tête de la production de produits de luxe (Cabigiosu, 2020).

Au niveau mondial, le commerce de luxe en ligne continue de gagner des parts de marché et représentait, en 2019, 12% de la consommation mondiale avec des consommateurs de plus en plus influencés et adeptes du numérique, à savoir les « millennials ». Les consommateurs « millennials » (ou Génération Y) sont des acheteurs réguliers de produits de luxe et représentaient **35 %** du marché en 2019. Ce chiffre pourrait grimper jusqu'à **45%** en 2025, toujours selon Bain & Company²⁶. Par contre, ce qui va complètement bouleverser le secteur (et ses règles habituelles), c'est la génération qui leur succède, à savoir la génération Z. Elle devrait générer 40% des achats de produits de luxe d'ici 2035, selon Bain.

À une époque où les tendances changent rapidement, les sociétés de luxe commencent de plus en plus à garder un œil sur cette nouvelle classe de consommateurs qui se développe aujourd'hui. Les entreprises s'engagent en effet à faire des investissements importants pour stimuler ce segment, qui est vu comme étant « les clients du futur ». En agissant de telle sorte, les marques de luxe cherchent à établir - et à entretenir - des relations **de longue date** avec ces consommateurs, qui sont susceptibles de devenir aisées à l'avenir. Ce segment est plus

^{26,24}<https://www.bain.com/fr/a-propos-de-bain/media-center/communiqués-de-presse/france/2020/la-crise-de-la-covid-19-entraîne-la-plus-forte-baisse-jamais-connue-par-le-secteur-du-luxe-mais-permet-daccélérer-sa-transformation/>

communément appelé « les HENRYs » (High-Earners-Not-Rich-Yet). Comme les HENRYs sont un segment de clientèle d'une importance capitale, la **fidélité** pourrait se construire en adhérant à leurs valeurs fondamentales, telles que l'authenticité, la fiabilité ou encore l'engagement à faire ce qu'il faut et à suivre des pratiques durables.

Cependant, les consommateurs n'agissent pas tous de la même manière et une marque doit de ce fait nécessairement s'adapter à chacun des segments, et ne pas voir tous les consommateurs comme étant homogènes. Les valeurs recherchées diffèrent entre eux et leurs habitudes d'achat sont - en grande partie - influencées par leur culture. Par exemple, la **durabilité** est la clé pour gagner la confiance des nouvelles générations de clients **occidentaux**. L'éthique, l'environnement et les valeurs morales sont en effet de plus en plus importants pour ces consommateurs, de telle sorte que cela tend de plus en plus à influencer fortement leurs décisions d'achat. D'un autre côté, les clients venant d'Asie voient le luxe comme une nécessité, et dans leur culture, le luxe est un symbole de réussite. Ils sont à la recherche de produits exclusifs et personnalisés, dans le but de pouvoir afficher leur statut social ainsi que de se distinguer. Pour aller dans le sens de ses clients et répondre à leurs exigences, LVMH s'est adapté et a intégré l'évolution des envies et habitudes de ses consommateurs comme facteur décisif et essentiel à sa stratégie. Pour fidéliser les différents segments, la **digitalisation** joue également un rôle central. Les marques investissent de ce fait dans le monde entier pour commercialiser leurs produits en ligne, en utilisant de plus en plus les réseaux sociaux pour toucher ces consommateurs.

Enfin, toujours selon Bain & Company²⁷, le marché du luxe pourrait atteindre jusqu'à **450 millions de clients** en 2025, alors qu'il n'en comptait que **390 millions en 2019**. Cette augmentation fulgurante s'explique principalement par la croissance des **classes moyennes** et plus généralement du marché asiatique.

2.2 Analyse SWOT

Dans le cas de LVMH, qui possède un large portefeuille de marques, il semble plus logique de réaliser une analyse par sous-secteur d'activité (et non pas seulement du secteur dans son intégralité), étant donné les dynamiques différentes au sein du groupe. Une analyse par sous-secteur permet d'identifier les éléments qui d'une part, permettent d'expliquer la **croissance** de

²⁷ <https://www.bain.com/fr/a-propos-de-bain/media-center/communiqués-de-presse/france/2020/la-crise-de-la-covid-19-entraîne-la-plus-forte-baisse-jamais-connue-par-le-secteur-du-luxe-mais-permet-daccélérer-sa-transformation/>

l'entreprise, et d'autre part, de faire des **projections** de cashflows réalistes pour les années à venir. Le secteur du luxe varie énormément en fonction d'une zone géographique à une autre, que ce soit en termes de ventes ou en termes d'habitudes des consommateurs. Les cultures et sous-cultures sont en perpétuelle évolution et déterminent les tendances des consommateurs en matière d'achats. Elles ont une influence remarquable auprès des marques de ce secteur qui doivent dès lors adapter leur stratégie afin d'attirer ces segments de manière efficace et pertinente. Les dynamiques de marchés étant ainsi différentes, chaque région doit être analysée individuellement. Le secteur du luxe se décompose en 6 sous-secteurs :

- *Mode et maroquinerie*
- *Parfums et produits cosmétiques*
- *Vins et Spiritueux*
- *Montres & Joaillerie*
- *Distribution sélective*
- *Autres activités : Hôtellerie, médias, ...*

Toutes les catégories de produits de luxe personnels ont connu en 2020 des baisses en termes de vente, mais le cabinet de conseil Bain & Co²⁸ affirme cependant qu'elles devraient toutes connaître un retour à la croissance, d'ici 2022. Une croissance qui devrait se situer **en moyenne aux alentours de 14%** pour 2021, en raison du rebond prévu à la suite des résultats plus que prometteurs obtenus au premier trimestre 2021. Le taux de croissance le plus élevé sera celui de la maroquinerie (entre **+14% et +16%**), où l'on s'attend fondamentalement à un retour aux niveaux de 2019. Les prévisions pour les cosmétiques sont également positives (**+15%**). Les bijoux et montres (**+12%**) sera le sous-secteur le plus impacté par les limitations de voyages et par la difficulté à recréer en ligne l'expérience en magasin que le produit requiert. Ayant un attrait plus large et une prédominance en Asie, les marques de bijoux devraient cependant mieux s'en sortir. L'ensemble des analyses suivantes permettront d'établir les hypothèses de croissances nécessaires (par segments et par zones géographiques) pour les valorisations effectuées en section 4.

2.2.1 Analyse SWOT par zone géographique

Cas de la Chine

Selon Bain & Co, le marché chinois à lui seul aurait augmenté de 48 % au premier trimestre 2021, par rapport au premier trimestre 2019. Les limitations entrées en vigueur concernant les voyages internationaux ont incité les consommateurs chinois à se tourner vers la consommation **domestique** en ce qui concerne leurs achats de luxe. Selon un rapport publié par Bain & Co, cette augmentation enregistrée en 2020 aurait permis de doubler la part (globale) de la Chine sur le marché mondial du luxe, et ce pour atteindre **20 %**. Le cabinet de conseil prévoit

²⁸ <https://www.bain.com/insights/the-future-of-luxury-bouncing-back-from-covid-19/>

également que la croissance de cette année devrait se poursuivre , mettant la Chine en bonne position pour s'approprier la plus grande part du marché d'ici 2025. En plus de la fermeture des frontières, ce phénomène de rapatriement des achats s'explique par trois autres facteurs : **(1)** la réduction des droits de douane **(2)** des contrôles plus stricts sur le marché noir (marché des contrefaçons) et **(3)** l'harmonisation des prix de la part des différentes marques. Bain & Co évoque également d'autres éléments ayant permis au marché chinois des produits de luxe d'atteindre la croissance observée en 2020, voire même depuis quelques années. Ces éléments sont **(1)** les milléniaux (génération Y) et la génération Z, **(2)** la digitalisation accrue et **(3)** les magasins hors taxes (duty-free) de l'île de Hainan.

D'autres facteurs spécifiques ont également contribué à la croissance du marché chinois, comme notamment l'augmentation de l'épargne, qui est due aux dépenses habituelles moins élevées, ou encore l'encouragement du gouvernement chinois à acheter des produits sur leur propre territoire, en distribuant des coupons de consommations²⁹. Certains consommateurs chinois s'obstinent néanmoins toujours à acheter leurs produits à l'étranger. Cela s'explique par deux éléments majeurs : la garantie d'authenticité d'une part et les différences de prix d'autre part, qui restent significatives selon McKinsey³⁰³¹.

La hausse de la part de marché de l'Asie est également due en partie à deux autres raisons : la première étant l'augmentation du nombre de Chinois fortunés, phénomène qui devrait d'ailleurs continuer à croître dans les années à venir³². La deuxième est la hausse du revenu disponible des ménages en Chine, ainsi qu'à une classe moyenne en pleine expansion qui tire les ventes du luxe à la hausse.

Cas de l'Europe

L'Europe a longtemps été considérée comme le "foyer" de l'industrie du luxe, faisant éclore toute une série de marques qui, au fil du temps, ont acquis un véritable statut de référence dans leurs catégories respectives, que ce soit dans la maroquinerie (Louis Vuitton, Hermès, Gucci, etc.) ou dans la joaillerie (Cartier, Rolex, etc.). Pourtant, les clients européens deviennent de plus en plus des consommateurs de second rang, en comparaison aux consommateurs chinois et américains qui ensemble, représentent environ 60 % des dépenses totales en produits de luxe. L'Europe a subi une très forte baisse en 2020, principalement à cause du ralentissement considérable des dépenses touristiques. Elle représente aujourd'hui environ 20% du secteur du

²⁹ <https://www.china-briefing.com/news/china-consumption-coupons-boost-domestic-retail-recovery-coronavirus-shutdown-ends/>

³⁰ <https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/america-2021-rebuilding-lives-and-livelihoods-after-covid-19>

³¹ <https://www.mckinsey.com/business-functions/marketing-and-sales/our-insights/the-great-consumer-shift-ten-charts-that-show-how-us-shopping-behavior-is-changing>

³² <https://www.bbc.com/worklife/article/20140203-the-rise-of-chinas-wealth-dragon>

luxe. Sa part de marché devrait baisser d'ici 2025 pour atteindre entre **15%** et **17%**. Selon des données récoltées par Statista³³, le marché européen connaîtra une croissance de **12,8 %** en 2021 ainsi qu'un taux de croissance annuel moyen de **5,9 %** entre 2021 et 2025.

En ce qui concerne le comportement des consommateurs occidentaux, ce dernier a radicalement changé à travers le temps. Plus responsables, matures et éthiques, ces consommateurs sont pour la plupart des acheteurs soucieux de la durabilité des produits et de plus en plus adeptes du « luxe durable », ce qui les pousse notamment à se tourner vers les ventes de seconde main. La consommation de luxe plus « consciente » sur le plan social est considérée comme l'une des tendances croissantes ayant émergée après la crise financière de 2008 (Brun & Karaosman, 2020). De ce fait, la durabilité de ce secteur est l'un des principaux facteurs limitant la croissance du marché européen. La question de savoir s'il est possible de concilier luxe et développement durable a donc le mérite d'être posée. Les origines sociales du luxe et celles de la consommation durable indiquent une certaine opposition conceptuelle, suggérant que la combinaison de ces deux concepts peut être mal perçue par les consommateurs (Voyer & Beckham, 2014) (Nash, Ginger & Cartier, 2016). Selon, Brun et Karaosman (2020), la durabilité et le luxe peuvent cependant être considérés comme des concepts étroitement liés et une certaine cohérence pourrait être observée dans l'attention accrue que les consommateurs du luxe portent à la provenance de leurs biens et à la chaîne de production (Collins & Weiss, 2015). Ainsi, la durabilité pourrait être perçue comme une source d'avantage concurrentiel et une opportunité d'innover pour les marques de luxe (Becker, Lee & Nobre, 2018). Au cours de ces dernières années, des boutiques 100% digitales et portées sur la revente (Vestiaire collective, Vinted,...) ont notamment vu le jour³⁴. Cela crée d'une part une opportunité importante pour les marques, leur permettant d'augmenter les ventes complémentaires, de recruter de nouveaux clients et de soutenir les programmes de développement durable. Il est cependant évident que d'autre part, cela pourrait en quelque sorte nuire à l'image de la marque et ainsi justifier le manque d'implication de certaines enseignes (LVMH et Hermès notamment, mais pas Gucci) dans la seconde main ou le déstockage.

Enfin, si l'on compare la nouvelle classe moyenne chinoise à son homologue occidental, on constate que la première adopte une nouvelle approche vis-à-vis de l'achat de produits de luxe,

³³ <https://www.statista.com/outlook/cmo/luxury-goods/europe>

³⁴

<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/retail/our%20insights/is%20luxury%20resale%20the%20future%20of%20fashion/is-luxury-resale-the-future-of-fashion-vf.pdf?shouldIndex=false>

le considérant comme une nécessité³⁵. La classe moyenne occidentale se différencie quant à elle par un certain niveau de restriction, dû à l'incertitude économique actuelle. Cette différence semble surprenante lorsque l'on compare le PIB par habitant de la Chine, qui est relativement très faible (11,819 dollars, 56^{ème} au monde) à celui des États-Unis (68,309 dollars, 5^{ème}) ou encore à celui de la France (44,995 dollars, 22^{ème}).

Cas des États-Unis

Le marché américain représente environ 28 % du secteur des produits de luxe. Cette part devrait diminuer d'ici 2025 selon Bain et valoir entre 22 et 24 %. Le marché américain reste cependant important, il est caractérisé par un nombre croissant de personnes aisées, supportant ainsi la demande en produits de luxe. Ce marché est très similaire au marché européen, tant par sa taille que par le comportement de ses consommateurs. Tout comme leurs homologues européens, les jeunes consommateurs américains (Gen Y et Gen Z) sont à la recherche de marques soucieuses de l'environnement et ceci influence leurs décisions d'achats³⁶. Selon un sondage réalisé par Deloitte³⁷, 49 % des milléniaux américains ont répondu par l'affirmatif lorsqu'il leur a été demandé si la durabilité et l'éthique étaient deux facteurs décisifs dans le choix d'une marque³⁸.

Tandis que l'Europe reste pénalisée par la crise, les États-Unis connaissent quant à eux une bonne reprise. Avec des restrictions sanitaires de moins en moins importantes (fin du port obligatoire du masque³⁹ par exemple), le pays devrait connaître une année 2021 positive et atteindre, selon Bain, les niveaux de ventes de 2019 d'ici le dernier trimestre de 2021. De son côté, l'Amérique du Nord devrait quant à elle connaître également une croissance de 14 % cette année.

³⁵ <https://www.europeanbusinessreview.com/luxury-is-a-necessity-in-peoples-republic-of-china-social-rejection-of-new-wealth-in-the-socialist-market-economy/>

^{36, 37} <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ve/Documents/consumer-business/Luxury-Goods-2020.pdf>

^{37, 37} <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ve/Documents/consumer-business/Luxury-Goods-2020.pdf>

³⁸ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/consumer-business/deloitte-uk-young-luxury-shopper-2017.pdf>

³⁹ <https://www.lefigaro.fr/international/abandon-du-masque-pour-les-vaccines-biden-salue-un-grand-jour-dans-la-lutte-contre-la-pandemie-20210513>

SWOT PAR ZONE GEOGRAPHIQUE

	FORCE	FAIBLESSE	OPPORTUNITÉS	MENACES
Asie (excl. Japon)	- Montée en puissance des milléniaux et de la Gen Z - Réduction des droits de douanes - Culture du luxe omniprésente - Fermeture des frontières (→ rapatriement des achats) - Produits et collaborations inter-marques exclusifs, afin répondre à la demande des consommateurs	- Authenticité des produits - Couvertures des boutiques limitées aux grandes villes	- Digitalisation du secteur - Expansion des différents canaux de ventes - Événements (Single Day, Nouvel an chinois) - Harmonisation des prix - Coupons de consommation offert par le gouvernement chinois - Adaptations aux différentes cultures locales. - Contrôle plus strict aux frontières - La femme devient de plus en plus indépendante - Hausse du nombre de fortuné ainsi que de la classe moyenne	- Contrefaçons - Augmentation des droits de douanes possible - « Anti-trust law » - Prix élevés - Le baiju, (spiritueux local) très consommé par les locaux
Europe (avec la France)	- Longtemps considéré comme le marché de référence - Consommateurs raffinés	- Les Européens devenant de plus en plus des consommateurs de second rang - Marché fort dépendant des voyageurs internationaux	- Réengagement des consommateurs locaux - Développement de plateformes de seconde main - Augmentation de l'épargne	- Fermetures des frontières - Mesures sanitaires - Consommateurs de plus en plus responsables - Marchés de seconde main indépendants (Vinted...).
États-Unis	- Population très portée sur le haut de gamme - Grands consommateurs de cognac et autres spiritueux	- Dépendance envers les touristes étrangers - Clientèle locale peu fidèle	- Fidélisation de la clientèle domestique - Digitalisation du secteur - Responsabilisation des consommateurs - Consommateurs du futur (Henry) - Marché caractérisé par un nombre important de personnes fortunées.	- Peu de loyauté des jeunes générations envers les marques - Fermetures des frontières - Mesure sanitaires
Japon	- Intérêt des consommateurs davantage porté vers les parfums produits de beauté - Expansions commerciale prévue	- Perte de parts de marché	- Digitalisation du secteur - Augmentation des salaires - Tourisme étrangers - Événements (Jeux olympiques 2021,...) - Taux emploi en croissance - L'accroissement des femmes au travail	- Prix élevés - Mesures sanitaires et confinements
Reste du monde	- Expansion et ouvertures de nouvelles boutiques prévue - Flux touristiques croissant	- Couverture très faibles dans certaines régions du monde	- Digitalisation du secteur - Adaptation aux cultures locales - Ciblage des consommateurs locaux - Développement des pays émergents (Indes, Amérique latine, Moyen-Orient et Afrique)	- Instabilité politique - Fermeture des frontières

Tableau 1: Analyse SWOT par zones géographiques

2.2.2 Analyse SWOT par sous-secteur d'activité

Articles de mode et Maroquinerie

La forte demande de vêtements de mode de luxe s'explique par des changements et modifications fréquents des tendances. Les tendances de la mode dépendent principalement de la culture, obligeant les créateurs de mode à constamment faire face à des challenges afin de répondre à la demande des clients. Dans ce sous-secteur, LVMH reste le leader, notamment grâce à ses marques phares Louis Vuitton et Christian Dior grâce auxquelles il réalisait en 2020 des ventes estimées à 21,207 milliards d'euros. Les trois autres acteurs principaux du secteur sont Kering (11,029 milliards d'euros), Hermès (5,069 milliards d'euros) et enfin Richemont (2,419 milliards d'euros). A cause de la concurrence, ces entreprises se doivent d'innover et de chercher à se différencier quotidiennement⁴⁰. De plus, afin d'accroître leurs parts de marché respectives, il est évident que les grands acteurs du secteur cherchent également à accroître leurs portefeuilles de marques. Richemont par exemple, évoquait récemment le fait de s'approprier Ferragamo, une marque de luxe italienne. De son côté, LVMH continue son expansion en rachetant la célèbre enseigne Birkenstock⁴¹ et en augmentant ses parts chez Tod's⁴². Une autre manière de s'accaparer le marché est d'étendre sa couverture en inaugurant de nouvelles boutiques. C'est ce qu'envisage notamment de faire LVMH, avec des ouvertures prévues à Sydney, Milan et Doha ainsi que de nombreux projets dans plusieurs villes de Chine (LVMH, 2021). Ce plan d'expansion lui permettra sans aucun doute d'accroître sa position dans le secteur et ainsi de confirmer sa place de leader.

Parfums et produits cosmétiques

Les revenus de ce segment s'élevaient à 73,4 milliards d'euros en 2020 et il devrait connaître une croissance annuelle de **4,97 %** (taux de croissance estimé pour 2021-2025). Aujourd'hui, l'Asie est le marché sur lequel ce segment est le plus présent et sur lequel il devrait connaître le taux de croissance annuel moyen le plus élevé⁴³. La plupart des revenus sont générés au **Japon** avec 12,583 milliards d'euros réalisés en 2020. L'expansion de la classe moyenne à hauts revenus et l'augmentation du nombre de voyageurs dans le monde sont deux facteurs majeurs ayant un impact positif sur la croissance de ce secteur. De plus, des éléments tels que le changement de style de vie et l'essor des plateformes de ventes en ligne stimulent la croissance

⁴⁰<https://www.businessoffashion.com/articles/luxury/the-race-to-control-to-the-luxury-leather-business>

⁴¹ https://www.huffingtonpost.fr/entry/le-geant-du-luxe-lvmh-rachete-les-sandales-birkenstock_fr_603a456dc5b617a7e40df18e

⁴² <https://www.businessoffashion.com/articles/news-analysis/lvmh-increases-stake-in-tods>

⁴³ <https://www.businesswire.com/news/home/20210112005545/en/Global-Prestige-Beauty-Market-Analysis-Competition-and-Forecasts-2015-2019-2020-2025-by-Product-Skincare-Fragrance-Makeup-Haircare-Distribution-Channel---ResearchAndMarkets.com>

du marché dans toute l'Asie. Le marché mondial de la beauté devrait en 2021 retrouver (voir même dépasser) le niveau atteint en 2019, selon McKinsey⁴⁴. On note également une hausse de la demande de cosmétiques de qualité supérieure de la part des jeunes consommateurs, qui tendent à moins se tourner vers des marques de faible qualité et n'hésitent pas à choisir des marques un peu plus onéreuses (Ono & al., 2020). En effet, de plus en plus de consommateurs accordent une grande attention à la composition de leurs produits et ont ainsi augmenté leur demande de produits bios ou sans produit chimique. Les marques doivent également s'adapter aux cultures locales. Au Moyen-Orient, la demande de cosmétiques halal est en hausse, permettant ainsi aux fabricants de poursuivre leur expansion dans cette région-là. Également, la diversité des catégories de produits de beauté disponibles sur le marché chinois montre qu'il est de plus en plus nécessaire pour les marques d'appliquer des stratégies régionales bien définies : les régions de l'Ouest et du Centre sont davantage axées sur les soins de la peau, tandis que les régions du Nord et du Sud sont passionnées par le maquillage et les parfums⁴⁵. Ainsi, LVMH profite de ces opportunités pour accélérer son développement sur le marché asiatique et au Moyen-Orient, mettant l'accent sur l'innovation et sur l'offre « premium ». Enfin, un dernier élément nouveau pour ce secteur est la présence accrue d'hommes⁴⁶ de plus en plus soucieux de leur image. Dès lors, les catégories de produits de soins pour hommes semblent être une opportunité à saisir pour les grandes enseignes du secteur, qui devraient être prêtes à répondre à ces attentes.

Montre et Joaillerie

La crise sanitaire a particulièrement frappé le secteur des montres et de la joaillerie, dont les ventes s'effectuent majoritairement dans des boutiques spécialisées. La fermeture forcée des magasins et les voyages internationaux limités ont conduit à la baisse des ventes dans ce secteur. Selon une étude du comité des marques de luxe italiennes l'Altagamma⁴⁷, les montres et la joaillerie sont les deux catégories de biens de luxe dont le chiffre d'affaires a le plus baissé, atteignant en 2020 un chiffre d'affaires de 52,5 milliards d'euros et ayant pour perspective 2025 une croissance annuelle de 4,35 %. Le marché chinois représente la plus grande part de marché du secteur, avec des revenus estimés à 15,6 milliards d'euros en 2020.⁴⁸

⁴⁴ <https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/Retail/Our%20Insights/The%20postpandemic%20state%20of%20fashion/The-postpandemic-state-of-fashion.pdf?shouldIndex=false>

⁴⁵ <https://www.ipsos.com/sites/default/files/ct/publication/documents/2020-11/empower-the-future-of-china-prestige-beauty.pdf>

⁴⁶ <https://www.mencorner.com/conseil-beaute-homme/soins-quotidiens/les-hommes-et-la-cosmetique-un-secteur-qui-ne-connaît-pas-la-crise-16-115.html>

⁴⁷ <https://www.thediamondloupe.com/sites/awdcnewswall/files/attachments/Bain-Altagamma%20Luxury%20Study%2019th%20Edition.pdf>

⁴⁸ <https://www.statista.com/outlook/cmo/luxury-goods/luxury-watches-jewelry/worldwide?currency=EUR#revenue>

Le groupe **Chow Tai Fook Jewellery**, un conglomérat privé omniprésent en Chine, basé à Hong Kong et spécialisé dans la bijouterie et les montres de luxe, réalisait 4,8 milliards d'euros de vente en 2019. La même année, le **holding Richemont réalisait quant à lui 10,021 milliards d'euros** notamment grâce à ses marques Cartier, Chloé et IWC. Enfin, un an plus tard, LVMH atteignait 3,356 milliards d'euros de vente, alors qu'elles valaient 4,405 milliards en 2019 (Bloomberg, 2021).

Après une décennie de croissance soutenue, le secteur des montres et de la joaillerie de luxe est confronté à de profonds défis tels qu'une offre excédentaire et des difficultés à séduire une nouvelle génération de consommateurs qui recherche généralement l'influence plutôt que la richesse. Cette nouvelle génération a tendance à accorder davantage d'importance à la notoriété d'une marque plutôt qu'à son histoire et à la valeur des matériaux. De plus, acheter des bijoux en ligne n'est pas encore aussi courant qu'acheter d'autres produits de luxe. Selon le cabinet de conseil Kearney, seuls 35 % des consommateurs seraient prêts à acheter en ligne sans avoir essayé le produit en magasin. Selon cette logique, c'est à la responsabilité des marques de renforcer leur visibilité en ligne, sans pour autant compromettre l'expérience en magasin et le service clientèle offert (Zipster, 2021)⁴⁹. Enfin, les montres intelligentes (smart watch) dont les jeunes générations raffolent, pourraient potentiellement représenter une menace pour les montres de luxe. Les marques en sont conscientes, c'est pourquoi Louis Vuitton par exemple sortait en 2020 une collection complète de « luxury smart watch » avoisinant les 2500 euros/pièce. D'autres marques comme Montblanc ou Longines suivent la même direction. Cependant, une étude réalisée par le cabinet Kearney, dit que 94 % des consommateurs ne sont pas prêts à dépenser plus de 1,500 dollars pour une montre intelligente⁵⁰, laissant ainsi croire que les montres connectées seraient des produits de masse ou des produits de luxe d'entrée de gamme. Dans le cadre de LVMH, l'année 2021 est marquée par l'acquisition de la prestigieuse enseigne « Tiffany & Co » qui vient significativement renforcer l'activité des montres et de la joaillerie. La marque prometteuse devrait rehausser son positionnement haut de gamme tout en signant son introduction sur de nouveaux marchés grâce à notamment la détention de Bulgari et Chaumet par le groupe français. Tiffany devrait aider à renforcer l'exposition de LVMH en Asie, le marché de la joaillerie et de l'horlogerie qui connaît la plus forte croissance ces dernières années (hausse de 8% par rapport à 2018). Le groupe multiplie également ses

⁴⁹ <https://www.luxury-highlights.com/fr/article/point-of-view-jewelry-daniel-zipser-mckinsey-shenzhen/>

⁵⁰ <https://www.kearney.at/documents/3147288/3156161/Luxury+Jewelry+and+Watchmakers+-+Staying+Relevant+for+Future+Consumers.pdf/bd393b7b-74a1-c882-ca73-039a87d77ab4?t=1560533812339>

partenariats et collaborations, lui donnant ainsi une plus grande visibilité. Les différentes enseignes jouiront également d'investissements très ciblés, avec pour objectif d'étendre le réseau de boutiques physiques du groupe - en plus de son canal en ligne - en ouvrant de nouvelles boutiques en Chine, en Arabie saoudite, aux États-Unis et en Russie.

Vins et Spiritueux

La consommation des vins et spiritueux est souvent associée à des occasions spécifiques telles que des festivités. L'usage de ces produits lors de mariages, fêtes et autres rassemblements sociaux devrait stimuler le marché dans les années à venir⁵¹. De plus, le marché de ces produits de luxe haut de gamme a connu une croissance considérable dans la plupart des régions ces dernières années, principalement grâce à une consommation accrue⁵². Durant les neuf premiers mois de son exercice 2020, Ricard a enregistré une croissance de 1,7%. Aux États-Unis, le groupe a enregistré une croissance moyenne avoisinant les 10%, tandis qu'en Chine, l'entreprise française a augmenté ses gains de 34%. En 2020, l'enseigne Rémy Cointreau a quant à elle enregistré une croissance de 1,8% expliquée majoritairement par une "excellente dynamique" de la consommation de cognac aux États-Unis et en Chine. Moët Hennessy, avait de son côté annoncé une hausse de 36% pour les vins et spiritueux au premier trimestre 2021 par rapport au premier trimestre 2020 et une augmentation de 17% par rapport au premier trimestre 2019. La marque recensait également une forte demande provenant de la Chine et des États-Unis⁵³. Selon Bain, lors de la crise de la Covid-19, les vins et spiritueux étaient les produits ayant le moins souffert parmi l'ensemble des catégories, et ce car ils peuvent être consommés à la maison. En effet, malgré la pandémie et ses nombreuses répercussions, notamment la fermeture des bars, restaurants et boîtes de nuit, les volumes de ventes de vins et spiritueux sont en hausse de 2,3 % par rapport à 2019, démontrant ainsi une certaine résilience et volonté des consommateurs à investir dans cette catégorie. En 2021, le cabinet de conseil Kearney prévoit une croissance du volume équivalent à 3,0 %. Grâce aux outils qu'il met à disposition des consommateurs pour comparer, examiner, découvrir ces produits, le commerce en ligne est bien adapté au segment des vins et des spiritueux. À la mi-mars, la plateforme de vente en ligne de boissons alcoolisées Drizly⁵⁴, basée en Amérique du Nord, a fait part d'une croissance de son activité **3,5 fois plus rapide** que ce qu'elle avait connu précédemment en 2020. Le marché européen des vins et spiritueux de luxe est **mature** et **homogène** avec une forte pénétration.

⁵¹ https://www.wswa.org/Consumer_Resilience_In_Alcohol

⁵² <https://www.alliedmarketresearch.com/luxury-wines-and-spirits-market>

⁵³ [https://www.wswa.org/sites/default/files/2021-](https://www.wswa.org/sites/default/files/2021-01/Beverage%20Alcohol%202020_Consumer%20Resilience.%20What%20will%202021%20bring%20vPreview.pdf)

[01/Beverage%20Alcohol%202020_Consumer%20Resilience.%20What%20will%202021%20bring%20vPreview.pdf](https://www.wswa.org/sites/default/files/2021-01/Beverage%20Alcohol%202020_Consumer%20Resilience.%20What%20will%202021%20bring%20vPreview.pdf)

⁵⁴ <https://www.theiwsr.com/the-us-and-china-offer-resilience-and-opportunity-for-drinks-groups/>

⁵⁵ <https://www.theiwsr.com/will-current-shifts-in-consumer-behaviour-permanently-disrupt-the-beverage-alcohol-industry/>

L'évolution des modes de vie stimule davantage la demande de vins et spiritueux de luxe en Europe. Pour répondre à l'augmentation de la demande des clients, les entreprises acquièrent des sociétés renommées et locales afin d'élargir leur portefeuille de produits. Les acteurs de ce secteur ont adopté deux principales stratégies de développement : **l'expansion commerciale et le lancement de nouveaux produits**⁵⁶. Ainsi, en 2020, Moët Hennessy intégrait les marques « Château d'Esclans » et « Château du Galoupet » lui permettant de renforcer sa position sur le marché des vins de prestige et traduisant l'envie de se développer à long terme. Grâce au lancement de son nouveau rhum « Éminente » principalement destiné au marché européen, la marque enrichissait également son portefeuille de spiritueux. Aux États-Unis, la croissance de la consommation d'alcool a souvent été généralisée alors que ce sont les milléniaux et la génération X qui semblent être les segments les plus responsables de cette augmentation⁵⁷. En parallèle, les pays émergents devraient également représenter des opportunités de croissance importante pour le marché des vins et spiritueux de luxe au cours des années à venir. L'augmentation de la tolérance à l'égard de la consommation d'alcool et la hausse de la popularité des vins millésimés - considérés comme des symboles de statut social - pour les occasions spéciales devraient stimuler la croissance du marché. Finalement, l'augmentation du nombre de consommateurs souffrant d'une dépendance à l'alcool est une préoccupation majeure pour les différents gouvernements. En conséquence, nombreux ont été ceux à imposer des réglementations strictes vis-à-vis de la vente, la distribution et la promotion de ces produits. La tendance à délaisser les boissons alcoolisées au profit des boissons non alcoolisées pourrait également constituer un défi pour les marques du secteur. La sobriété suscite un regain d'intérêt⁵⁸ ; au moins 13 % des personnes ont l'intention de faire un mois sans alcool par an, selon un nouveau sondage du Wine Market Council.

Distribution Sélective

Le secteur de la distribution sélective peut être divisée en deux sphères : **(1)** la distribution spécifiquement conçue pour la clientèle des voyageurs internationaux (qui inclut les duty free et les bateaux de croisière) et **(2)** la distribution sélective classique. Cette notion représente un mode de distribution assez courant dans le secteur du luxe. L'avantage d'utiliser une telle enseigne (Sephora, Nocibé, Marionnaud, etc.) est l'expérience en termes de vente. En choisissant les enseignes de distribution sélective, une marque de luxe confie la distribution et

⁵⁶ <https://www.theiwsr.com/the-us-and-china-offer-resilience-and-opportunity-for-drinks-groups/>

⁵⁷ <https://www.theiwsr.com/how-has-consumer-behaviour-in-the-us-changed-during-the-pandemic/>

⁵⁸ <https://www.sfchronicle.com/food/wine/article/Pandemic-alcohol-drinking-America-temperance-binge-16030912.php>

la vente de ses produits à un réseau qualifié (Buettner et al., 2009). Ce procédé de vente lui permet avant tout de conserver – voire même d’améliorer - son image de marque, car les responsables sélectionnés disposent d’une certaine expérience et sont dès lors en mesure d’assurer un certain standing en termes de technique de vente. La distribution sélective est également un moyen efficace de pénétrer dans les marchés émergents, comme l’Asie ou le Moyen-Orient. A titre d’exemple, Sephora possède plus de 150 enseignes dans les principales villes de Chine, et une trentaine entre Dubaï et Abu Dhabi (LVMH, 2021). Ainsi, Sephora poursuivra en 2021 son expansion en ouvrant plusieurs boutiques physiques en Chine et en Amérique du Nord, tout en continuant son implantation digitale sur l’ensemble de ses marchés. Enfin, Sephora souligne qu’à mesure que la société évolue, la gente masculine devient un consommateur pour ces enseignes⁵⁹, et elles ont de ce fait tout intérêt à y porter attention. Au niveau juridique, les acteurs de la distribution sélective ont longtemps été critiqués à cause de supposées ententes sur les prix. Le cadre juridique des systèmes de distribution sélective permet aujourd’hui de réguler et encadrer les enseignes de manière stricte, empêchant dès lors de telles accusations.^{60 61}

En ce qui concerne l’autre sphère du secteur, à savoir la distribution spécifiquement conçue pour la clientèle des voyageurs internationaux, elle est segmentée par type de produit (beauté et soins personnels, vins et spiritueux, accessoires de mode et luxe, etc.) et par canal de distribution (aéroports, compagnies aériennes, ferries, etc.). Étant particulièrement dépendant des flux de voyageurs internationaux, le marché du *travel retail* a été gravement touché par l’arrêt soudain des voyages internationaux suite à la Covid-19. Dès lors, la reprise dépendra de l’amélioration de la situation sanitaire, des prévisions du trafic aérien ainsi que de l’avancement des programmes de vaccination à travers le monde. Au cours des quinze dernières années, le chiffre d’affaires mondial a augmenté jusqu’à atteindre un taux de croissance annuel **de 8,6 %**, soit deux fois plus vite que tout autre canal de vente au détail hors ligne. Les enseignes DFS ont pour objectif de poursuivre leur transformation digitale et souhaitent maintenir leurs plans d’expansion en Chine, notamment sur l’île d’Hainan. Le secteur connaît une concurrence accrue ; les cinq principaux acteurs sont Dufry, Lagardère, DFS LVMH, Lotte Duty Free et Fleming international. Pour consolider sa place et gagner des parts de marché, une entité peut

⁵⁹ <https://www.ipsos.com/sites/default/files/ct/publication/documents/2020-11/empower-the-future-of-china-prestige-beauty.pdf>

⁶⁰ <https://fiches-pratiques.chefdentreprise.com/Thematique/marketing-1052/FichePratique/Le-point-sur-la-distribution-selective-354286.htm>

⁶¹ <http://luxuryetiquette.com/luxury-selective-retailing/>

saisir l'opportunité d'acquérir des enseignes plus petites. C'est ce qu'a notamment fait le groupe Dufry à plusieurs reprises afin d'arriver sa place de numéro un^{62,63}. Finalement, on observe également une ascension du voyageur « conscient », qui fait preuve de beaucoup plus de discernement quant aux voyages qu'il entreprend. Ce voyageur apprécie davantage son environnement local et favorise les moyens de transport « verts » comme le train ou la voiture (co-voiturage)^{64,65}. De ce fait, il semble également opportun que les enseignes ne se limitent pas uniquement aux aéroports mais qu'elles prévoient également de s'implanter dans de grandes gares, voire même dans les aires d'autoroutes.

	FORCES	FAIBLESSES	OPPORTUNITES	MENACES
Mode et Maroq.	- Forte notoriété du groupe LVMH. - Expertise du groupe et riche culture des différentes marques. - Produits de haute qualité. - Mains d'œuvre qualifiée - Large portefeuille de marques - Position de leader du sous-secteur pour LVMH. - Marchés européen et américain très matures et établies. - Marketing de rareté - Collaboration et création de pièces exclusives. - Produits ultra-luxes pour la clientèle premium.	- Clientèle limitée. - Capacité de production limitée - Coût de production élevés	- Adaptation aux cultures locales. - Digitalisation et ventes en ligne. - Marchés émergents en croissance - Marché de la seconde main - Produits durables et écoresponsables. - Acquisition et ouvertures de nouvelles boutiques. - Innovation continue	- Tendances en perpétuelle variation (→ Changement continu) - Marché de la seconde main. - Concurrence accrue - Contrefaçons - ONG prônant la protection des animaux. - Augmentation du coût de mains d'œuvre
Parfums et Cosm.	- Large portefeuilles de marques pour LVMH - Expertise dans la vente et dans la distribution des produits en magasin - Marketing de rareté - Hausse prévue de l'offre « premium » en Asie	- Dépendance de la distribution sélective (ventes en magasin) - Peu de développement dans les produits de soin de la peau pour LVMH - Dépendance des voyageurs internationaux	- Digitalisation et ventes en ligne - Adaptation aux cultures et demandes locales - Présence accrue d'hommes dans le secteur - Développement de gammes bio et sans produit chimique. - Forte croissance du marché asiatique (et plus particulièrement du Japon).	- Arrêt des voyages internationaux et fermetures des magasins - Concurrence accrue

Tableau 2: Analyse SWOT par sous-secteurs

⁶² https://www.dufry.com/en/press_release/2020-12-01/dufry-ag-successfully-completes-merger-hudson-ltd

⁶³ <https://www.reuters.com/article/us-worlddutyfree-dufry-idUSKBN0MO0TM20150328>

⁶⁴ <https://www.euronews.com/travel/2021/05/14/what-will-travel-look-like-in-a-post-covid-world>

⁶⁵ https://www.rtbfb.be/tendance/voyage/detail_trois-conseils-pour-etre-un-voyageur-responsable-en-2018?id=9803508

	FORCES	FAIBLESSES	OPPORTUNITES	MENACES
Montre et Jo.	- Notoriété et histoire des différentes marques - Expertise dans la fabrication - Marketing de rareté - Acquisition de Tiffany and Co - Collaborations et partenariats	- Les ventes s'opèrent majoritairement en boutique spécialisée - Canal en ligne peu développé - Dépendance des <i>travel retail</i>	- Acquisition d'autres enseignes - Expansion sur des marchés émergents	- Fermeture des boutiques - Arrêt des voyages internationaux - Smart Watch - Concurrence accrue - Contrefaçons - Difficulté à séduire une jeune génération moins attachée à l'histoire et aux matériaux. - Re-seller (revendeurs)
Vins et Sprit.	- Image de marque et popularité - Qualité supérieure des produits - Commerce en ligne bien adapté(plateforme « Clos19.com ») - Consommation à domicile possible - Marchés américain et européen matures et homogènes - Expansion commerciales et acquisition d'autres enseignes - Lancement de produits ciblés par zone géographique.	- Forte dépendance des événements, bars et restaurants. - Dépendance des voyages internationaux et du <i>travel retail</i>	- Marchés émergents en croissance - Tolérance accrue dans certaines zones - Popularité accrue des vins millésimés	- Réglementation gouvernementales - Regain d'intérêt de la sobriété et hausse de la demande des boissons non-alcoolisées⁶⁶. - Contrefaçons - Fermetures des bars et restaurants - Arrêts des événements de masse - Arrêts des voyages
Distrib. Sél.	- Expérience en terme de ventes - Réseau qualifié - Présence géographique importante - Expansion commerciale (ouverture de nouvelles boutiques)	- Grande dépendance du flux de voyageurs	- Pénétration dans les marchés émergents - Acquisition - Digitalisation - Implantation dans des gares et aires d'autoroutes	- Voyageurs conscients - Faible reprise des vols internationaux - Fermetures des aéroports et des ferries - Cadre juridique strict

2.2.3 Que conclure ?

Suite aux deux analyses SWOT conduites précédemment, plusieurs conclusions peuvent être tirées. Premièrement, tout porte à croire que l'ensemble des sous-secteurs du groupe sont loin d'avoir atteint leur apogée et ont un énorme potentiel de croissance. Ensuite, en plus de la digitalisation des différents sous-secteurs, le groupe mise sur une stratégie d'expansion commerciale bien ciblée afin de s'accaparer des parts de marché. Ces deux analyses mettent également en avant les différentes dynamiques au sein des 5 zones géographiques étudiées.

Le secteur **Mode et Maroquinerie** jouit d'une excellente image de marque et d'une créativité exceptionnelle, ce qui lui offre la possibilité de s'implanter sur l'ensemble des marchés de manières bien ciblées. Ce segment est le plus important de tous, et devrait continuer à croître de manière continue. En ce qui concerne la division **Parfums et Cosmétiques**, LVMH ne

⁶⁶ <https://www.sfchronicle.com/food/wine/article/Pandemic-alcohol-drinking-America-temperance-binge-16030912.php>

déroge pas à ses principes et compte ainsi rester fidèle à ses fondamentaux stratégiques : l'innovation, l'excellence et la sélectivité. Au travers de ses différentes marques, le groupe aspire à poursuivre son rayonnement mondial et à élever la barre en terme de qualité et de distribution ultra sélective. Une expansion internationale est donc attendue pour cette division, notamment en Chine, au Japon ainsi qu'au Moyen-Orient, où le groupe poursuivra ses fortes avancées avec un accent sur l'offre premium pour les produits de soin. Le taux de croissance attendu pour l'ensemble du secteur est **15%** en 2021, et de plus ou moins **5%** par an entre 2021 et 2025. Cependant, étant donné le positionnement de LVMH, le taux de croissance attendue pour cette division devrait être plus élevé. La division des **Montres et Joaillerie** devrait également connaître, au cours des années à venir, une croissance supérieure à celle connue précédemment, et ce grâce à l'acquisition de Tiffany, mais également grâce à l'expansion de son réseau de boutiques dans plusieurs régions du monde (USA, Moyen-Orient, Chine et Europe). Le taux de croissance annuel attendu pour l'ensemble du secteur est de **12%** en 2021, et de **4,35 %** d'ici 2025. Mais étant donnée la stratégie d'investissements très ciblés de LVMH, qui cherche à renforcer ses activités dans un secteur très dynamique, offrant de belles perspectives, les taux devraient être supérieurs, notamment en Asie et aux États-Unis. La division **Vin et Spiritueux** a fait preuve de beaucoup de résilience durant la crise sanitaire et au vu de la stratégie d'excellence ciblée prévue par le groupe, un taux de croissance supérieur à celui connu au cours des dernières années est attendu. Grâce à sa palette de marques prestigieuses, LVMH poursuit une dynamique forte d'innovation afin de s'adapter aux nouveaux modes de consommation de ses consommateurs. Les taux croissances attendus aux États-Unis et en Asie devraient sans aucun doute être supérieures aux autres régions du monde. Quant au marché européen, il devrait - par rapport aux années précédentes - connaître un taux de croissance légèrement plus haut au cours des années à venir, étant donnée l'expansion commerciale conduite par le groupe. Enfin, le division de la **distribution sélective** est toujours sujette aux risques liés aux limitations de voyages et à l'avancement du programme de vaccination. Cependant, au vu de son projet d'expansion dans ses principaux marchés, l'enseigne Sephora devrait connaître une croissance favorable dans l'ensemble de ses zones d'implantation. Et plus particulièrement en Chine et en Amérique du Nord, où de nombreuses ouvertures de boutiques sont prévues. DFS devrait de son côté s'attendre à une hausse considérable sur son marché asiatique, notamment grâce à la fréquentation touristique à Macao ainsi que ses plans d'expansion en Asie-Pacifique et en Chine (sur l'île d'Hainan) en particulier.

Enfin, l'ouverture tant attendue de La Samaritaine (gérée par DFS), devrait être bénéfique à la croissance du marché français.

III. Analyse financière

Dans cette partie du rapport, une analyse financière du groupe LVMH sera réalisée. Cette analyse portera sur une base historique des trois dernières années (2018 – 2020) et servira à l'estimation des cash-flows futurs (2021 – 2023), qui sera développée dans la quatrième partie de ce rapport. L'analyse financière commencera par une analyse de la rentabilité d'entreprise LVMH, suivie de l'analyse de sa structure financière. Finalement, une analyse des cash-flows dans toutes ses composantes - CF opérationnels, BFR, CF d'investissement, CF de financement - sera faite. Cette analyse financière est une étape importante en vue de l'analyse de l'equity de LVMH à réaliser ainsi que de la recommandation à émettre à la fin de ce rapport.

3.1 Analyse de la rentabilité de LVMH

Lorsque l'on s'intéresse à la profitabilité d'une entreprise, il semble important de s'intéresser à l'ensemble de ses **revenus**, avant de se pencher sur **les comptes annuels**. Étant données les différentes sources de revenus ainsi que la diversité des activités du groupe, l'analyse se fera par **zones géographiques** et par **segments**.

3.1.1 Analyse des revenus par zones géographiques

Figure 5: Part du chiffre d'affaires du groupe LVMH dans le monde en 2020, par zone géographique (Source : Statista)

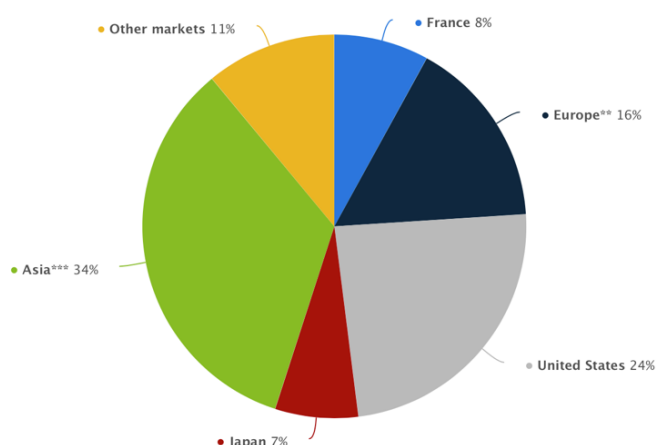
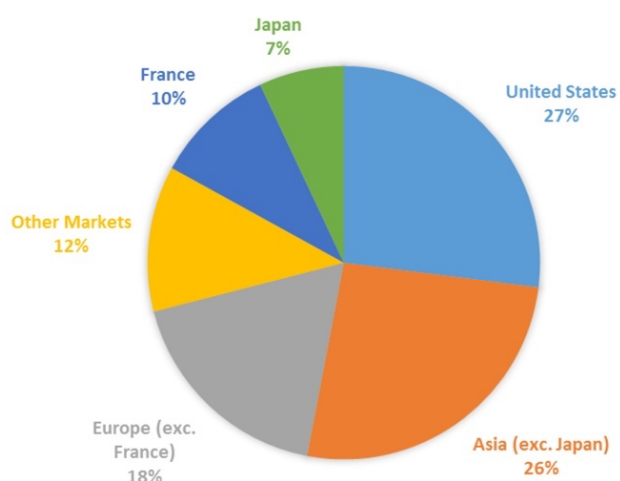


Figure 4: Part du chiffre d'affaires du groupe LVMH dans le monde en 2016, par zone géographique (Source : Sage)



Comme mentionné précédemment, le marché asiatique (principalement mené par la Chine) prend de plus en plus d'ampleur dans le secteur du luxe. Les chiffres du groupe LVMH

traduisent ce phénomène. Les deux graphiques suivants montrent de manière explicite que les parts de revenus provenant des différentes zones géographiques ont considérablement changé au cours de ces dernières années.

De manière évidente, le plus grand changement que l'on puisse observer par rapport aux années précédentes concerne le marché asiatique, qui en 2020 représentait plus d'un tiers (34 %) des revenus totaux de LVMH (et 7 % pour le Japon), selon les données récoltées sur Statista. Le marché européen (avec la France), représente quant à lui 28 % des revenus.

Cette augmentation de la part de marché asiatique implique une potentielle diminution dans les autres régions du monde (l'Europe (- 2 %), la France (- 3 %) et les USA (-3 % par rapport à 2016).⁶⁷

En ce qui concerne les revenus annuels liés aux ventes, le marché asiatique (sans le Japon) reste un élément majeur avec ses 15,36 milliards d'euros de revenus en 2020. Les États-Unis se placent en deuxième position avec 10,6 milliards d'euros et enfin l'Europe (sans la France) avec près de 7,3 milliards d'euros (10,6 milliards avec la France).

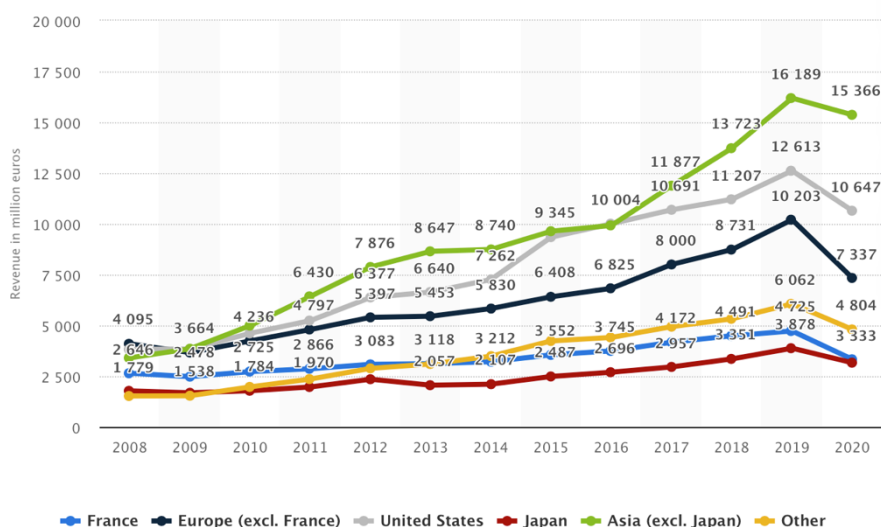


Figure 6: Revenu total du groupe LVMH (en M€) de 2008 à 2020, par zone géographique (Source : Statista)

Lorsque l'on analyse l'évolution des ventes au cours de l'année 2020 (voir l'annexe 3), on constate une baisse des ventes du groupe à hauteur de 28,10 % en Europe (hors France), passant ainsi de 10,203 milliards d'euros de ventes par an à 7,337 milliards d'euros. Les ventes françaises connaissent quant à elles une baisse de 29,5 %. Ces diminutions considérables à travers l'Europe s'expliquent en grande partie par la diminution des flux touristiques, mais

⁶⁷ Nb : Le Japon est pris à part de l'Asie et la France à part de l'Europe, en raison de la taille importante de ces marchés d'un point de vue individuel.

également par les mesures de restrictions sanitaires (confinements, etc.) imposés par l'État début 2020. Au premier trimestre 2021, LVMH enregistrait un chiffre d'affaires de 14 milliards d'euros, un chiffre en hausse par rapport à l'année précédente (+ 32%), et en hausse organique (+ 8 %) par rapport au premier trimestre de 2019. Par conséquent, ce premier trimestre marque une reprise positive après plusieurs trimestres de pertes et promet des résultats favorables dans les prochains mois. En termes de prévision, l'analyste financière chez JPMorgan Chiara Battistini (annexe 21), estime que les revenus futurs devraient se positionner entre 61,305 (2021), 67,979 (2022) et 73,958 milliards d'euros (2023). Je ne dispose d'aucune hypothèse concernant les estimations avancées par cette analyste (ni pour les estimations venant de Bloomberg). Cependant, étant donné la crédibilité de ces deux sources, j'estime que ces chiffres avancés sont pertinents et fiables.

Le marché asiatique (hors Japon) connaît une variation de seulement - 4 % par rapport à l'année 2019, passant de 16,189 milliards d'euros de ventes annuels à 15,366 milliards d'euros. Les clients locaux, ayant été contraints d'annuler leurs voyages, ont dû se tourner vers la consommation locale. Les États-Unis et le reste du monde affichent quant à eux respectivement une baisse de 15,6 % et 20,80 %. Il semble également intéressant de décomposer par **trimestre** la croissance des revenus liés aux ventes pour l'année 2020. Le tableau ci-dessous donne la croissance (organique) annuelle par région. Cette croissance est calculée par rapport à la même période, une année plus tôt (« year-over-year growth »).

Organic Growth	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q1 21/19
Europe (France incl.)	-10%	-54%	-24%	-24%	-9%	-18%
Asia (Excl. Japan)	-32%	-13%	13%	21%	86%	26%
Japan	-10%	-54%	-17%	5%	8%	-3%
United States	-8%	-39%	-4%	-2%	23%	15%
TOTAL	-17%	-38%	-7%	-3%	30%	8%

Tableau 3: Croissance organique en 2020 (LVMH, 2021)

De manière évidente, l'Asie (hors Japon) a progressé significativement : + 86 % au premier trimestre 2021, par rapport au premier trimestre 2020 et 26 % par rapport au premier trimestre 2019. Ce redressement économique notable devrait sans aucun doute continuer à évoluer tout au long de l'année 2021 pour deux raisons principales : d'une part le retour presque intégral à la vie normale dans cette région et d'autre part l'attraction de nouveaux consommateurs. À noter que l'e-commerce a été le principal catalyseur des ventes de produits de luxe en Chine, bien que ce canal ce soit également intensifié dans l'intégralité du secteur durant la pandémie.

Il reste à un stade avancé alors que les magasins rouvrent petit à petit leurs portes, ce qui laisse supposer que des habitudes de consommation coexistent et que le commerce en ligne continuera d'occuper une place importante. En ce qui concerne le marché américain, on remarque une nette amélioration depuis la seconde moitié de l'année 2020. Après la fin des incertitudes provoquées par les élections américaines et le succès du programme de vaccination (plus de 50 % de la population en avril 2021⁶⁸), on a pu remarquer une croissance positive de 23 % au premier trimestre 2021 (par rapport au premier trimestre 2020) et un + 15 % par rapport au premier trimestre 2019. Ces chiffres positifs représentent un indicateur positif pour le reste de l'année, et ce notamment grâce aux nouveaux assouplissements des mesures américaines depuis le début du deuxième trimestre de 2021 ainsi qu'à l'annonce de la fin du port obligatoire du masque pour les personnes vaccinées. En revanche, l'Europe continue de souffrir des conséquences liées aux mesures strictes anti-Covid avec notamment la faillite de nombreux magasins. En effet, le continent affiche une baisse de 9 % au premier trimestre 2021 par rapport au premier trimestre de l'année précédente ainsi qu'une baisse de 18 % par rapport au premier trimestre de 2019. La progression générale observée partout à travers le monde lors du premier trimestre de l'année 2020 peut s'expliquer par les fêtes de fin d'année. En effet, la séparation des familles, l'épargne engendré par le confinement⁶⁹ (près de 4 500 milliards d'euros) ainsi que les achats de Noël ont certainement influencé les dépenses du quatrième trimestre dernier. L'annexe 5 reprend les ventes par zone géographique et l'annexe 6 retranscrit les revenus par groupe d'activités. Les tableaux ci-dessous reprennent quant à eux les revenus annuels par zone géographique, pour chacun des segments, pour 2020 et 2023 respectivement.

Figure 7: Répartition des revenus en 2020, par zones géographiques et par segment (Sources LVMH, 2021)

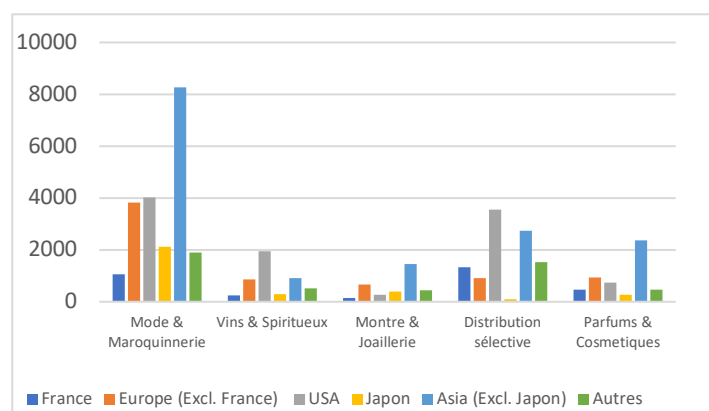
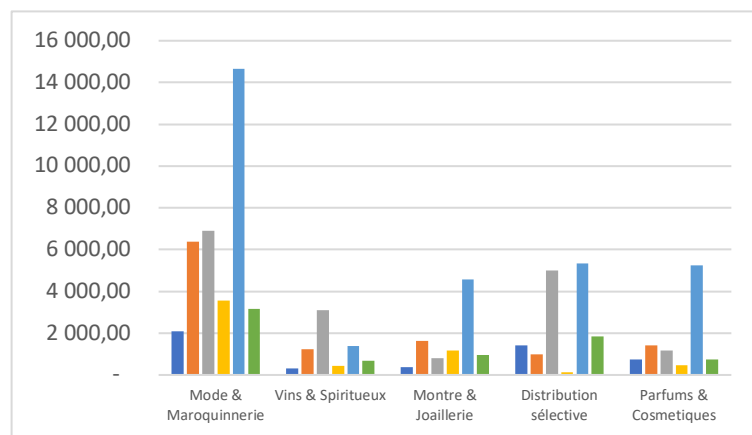


Figure 8: Répartition des revenus en 2023, par zones géographiques et par segment (Estimations: Jad Bitar)



⁶⁸ <https://fr.statista.com/infographie/23846/campagne-vaccination-covid-19-nombre-de-doses-de-vaccin-administrees-pour-100-habitants/>

⁶⁹ <https://fr.news.yahoo.com/chiffre-jour-l-épargne-mondiale-120234704.html>

Ces derniers mettent en évidence la dominance des marchés asiatiques et américains dans la majorité des sous-secteurs. Les données du tableau de droite ont été estimées dans le cadre de la valorisation par les flux de trésorerie actualisés et sont basées sur des hypothèses de croissances relatives aux analyses SWOT réalisées précédemment. Ces hypothèses de croissance seront illustrées dans la section 4, consacrée à la valorisation. Le détail des calculs et analyses effectués se trouve dans les annexes 19 et 20.

3.1.2 Analyse des revenus par segment

La répartition des ventes varie énormément en fonction des groupes d'activités, chacun d'eux ayant été impacté de manière différente par la crise sanitaire. Le secteur de la **mode et de la maroquinerie** est le plus important des segments (47,4 % du chiffre d'affaires en 2020, soit 21,207 milliards d'euros). S'en suit le secteur de la **distribution sélective** (22,7 %, soit 10,155 milliards d'euros) et le secteur des **parfums et cosmétiques**, qui se positionne à la troisième place du classement (11,7 %, soit 5,248 milliards d'euros). Les **vins et spiritueux** peuvent quant à eux être divisés en deux plus petits segments : d'une part le **cognac et les spiritueux** (5,9 %, soit 2,636 milliards d'euros) et d'autre part **les champagnes et vins** (4,7 %, soit 2,119 milliards d'euros). En parallèle, le segment des **montres et de la joaillerie** représente 7,5 % du chiffre d'affaires total (3,356 milliards d'euros). Enfin, le secteur de l'**hôtellerie et des médias** enregistre une perte de 70 millions d'euros.

Mode et maroquinerie

Globalement, les ventes du secteur de la mode et de de la maroquinerie affichent une baisse de 5 %. **L'Europe** et le **Japon** demeurent les régions les plus touchées par la crise sanitaire, leur faisant perdre respectivement 8 % et 11 % de leurs parts de marché. **Les États-Unis** et **l'Asie** réalisent quant à eux des résultats positifs, avec une hausse respective de 1 % et 8 %. Dans un contexte délicat et atypique qu'a entraîné la Covid-19, l'ensemble des marques du groupe de ce segment a su rebondir et performer de manière respectable. La deuxième partie de l'année marque en effet une croissance de 14,3 % pour le dernier trimestre de l'année, par rapport à la même période un an plus tôt. Forcées d'innover afin de s'adapter au changement entraîné par la pandémie, les marques ont adoptées des stratégies innovantes dans le but de susciter un intérêt constant de la part des consommateurs telle que la stratégie de lancements constants de collections et de collaborations. Les résultats publiés pour la première partie de 2021 en sont un témoin significatif et sont également signe d'une relance économique favorable pour le secteur de la mode et de la maroquinerie.

Distribution sélective

La distribution sélective avait, en 2019, réalisé 14,8 milliards d'euros de chiffre de vente, soit 28 % des revenus totaux. En 2020, les revenus baissent de 31 %, reflétant ainsi la dépendance aux voyages internationaux. « Duty Free Shoppers » (DFS) et Sephora sont les deux plus grandes des cinq maisons de la distribution sélective. Le segment de la distribution sélective a perdu 4 milliards d'euros en 2020 devenant ainsi la division de LVMH la moins florissante (hormis la division hôtellerie et médias). En termes de parts de marché, la France gagne 2 % par rapport à 2019 et représente 13 % des revenus totaux. Les États-Unis et le Japon connaissent tous deux une baisse de respectivement 2 % et 1 % tandis que l'Asie maintient un équilibre avec 27 % des parts du marché. À Macao, en Chine la fermeture des magasins de DFS n'aura duré que quelques semaines, permettant ainsi d'alléger les pertes ; quant aux autres destinations encore fermées, les résultats futurs dépendront de l'amélioration de la situation sanitaire, des prévisions du trafic aérien ainsi que de l'avancement des programmes de vaccination à travers le monde.

Parfums et cosmétiques

Les ventes de la division parfums et cosmétiques sont en baisse à hauteur de 23 % pour l'ensemble de l'année 2020. L'Europe, continent particulièrement touché par la crise sanitaire, perd 3 % de ses parts de marché, passant de 30 % à 27 %, devant les États-Unis qui ne représentent plus que 14 % du marché. Le Japon de son côté reste stable et continue de réaliser 5 % des ventes. Finalement, le reste de l'Asie observe une hausse de 5 % (majoritairement portée par la Chine) représentant ainsi 45 % des ventes de la division. Forte de sa capacité à innover et de constamment offrir une qualité irréprochable, la division affiche de meilleurs résultats en ce début d'année 2021 avec une hausse de 18 % par rapport au premier trimestre 2020. Néanmoins, malgré ces résultats prometteurs, elle reste cependant encore en dessous des niveaux connus en 2019 (- 4 %). Les déconfinements progressifs, la réouverture des magasins et le retour des voyages autorisés devraient favoriser la reprise durant les mois à venir.

Vins et Spiritueux

Les ventes de Vins et Spiritueux sont en baisses de 15% pour l'ensemble de l'année 2020. La partie Cognac et Spiritueux baisse de 12 % tandis que la partie Champagne et Vins baisse de 16%. L'impact de la crise sanitaire est inégale en fonction des zones géographiques. En Asie (Japon y compris), une baisse de 6 % est observée, ne représentant dès lors plus que 25 % des ventes totales. L'Europe quant à elle reste stable (23 % des ventes) tandis que les États-Unis

connaissent une croissance de 8 %, passant de 33 % à 41 % des ventes totales. La forte croissance que connaissent les États-Unis s'explique par une hausse remarquable de la demande de cognac Hennessy provoquée par la qualité de différentes nouvelles gammes de bouteille (VS, VSOP et Black) et renforcée par le partenariat avec la NBA, ainsi que par une hausse croissante de la demande rencontrée par l'enseigne phare « Moët & Chandon ».

Montres et Joaillerie

Les revenus liés aux ventes dans la division montres et joaillerie sont en baisse de 24 % pour l'ensemble de l'année 2020. L'ensemble des marques du groupe d'activités ont subi les conséquences de la crise sanitaire. A titre informatif, l'Europe a perdu 4 % de ses parts de marché alors que les États-Unis et le Japon restent stables avec respectivement 8 % et 12 % de parts de marché. Le reste de l'Asie augmente ses parts de 5 % atteignant un total de 43 %. En Asie, le relâchement plus précoce des mesures sanitaires impliquant ainsi une reprise économique plus rapide, a permis un regain dans la seconde moitié de l'année 2020. Les résultats obtenus au premier trimestre 2021 sont positifs et laissent présager un avenir positif. On note une hausse de 35 % par rapport au premier trimestre 2020, ainsi qu'une hausse de 1 % par rapport à celui de 2019.

Autres activités

La division des « autres activités » est composée de onze Maisons. Elle est principalement active dans l'hôtellerie de luxe (Belmond, Cheval Blanc) ainsi que dans les médias (L'Échos, Le Parisien, etc.). Le résultat opérationnel courant lié à ces activités est négatif de 450 millions d'euros pour l'année 2020, en recul par rapport à 2019 où il était de -383 millions. Cette division intègre également les frais de siège, l'enseigne Royal Van Lent (Yachts) ainsi que les activités immobilières du Groupe.

3.1.3 Analyse du compte de résultat

Afin d'étudier la **profitabilité** du groupe français, il est nécessaire de se baser sur **les rapports et états financiers** des années passées⁷⁰. Pour l'année 2020, malgré les conditions sanitaires, LVMH s'en sort plutôt bien. En effet, le montant des ventes est estimé à 44,7 milliards d'euros, mais enregistre tout de même un recul de 16 % par rapport à l'année précédente. Le groupe s'est montré particulièrement résistant face à la crise sanitaire, malgré la fermeture des magasins et l'annulation des voyages internationaux. Le coût des ventes est estimé à 15,87 milliards d'euros, soit une marge brute de 28,78 milliards d'euros (- 19 % comparé à 2019 et -

⁷⁰ Trouvés sur le site internet du Groupe ainsi que sur Bloomberg.

7,7% comparé à 2018). Après avoir déduit les différentes charges (commerciales, administratives et opérationnelles), LVMH affiche un résultat opérationnel de 7,92 milliards d'euros, soit un recul de 28 % par rapport à 2019 et de 17 % par rapport à 2018.

Afin d'alléger ses charges commerciales (frais de publicité, de promotion,...) et ainsi compenser la diminution de la marge brute, le groupe a entrepris pas mal d'efforts. Ces charges s'élèvent pour l'exercice 2020 à 37,6% des ventes totales, tout comme en 2019. Parmi ces charges commerciales, on retrouve les frais de publicité et de promotion, qui sont en baisse de 25 % (4,869 milliards en 2020 et 6,265 milliards en 2019).

Une fois les pertes financières déduites ; coût de la dette financière nette (35 millions), des intérêts sur dettes locatives (281 millions) ainsi que d'autres produits et charges financières (292 millions) ainsi que les impôts sur les bénéfices (2,409 milliards, taux d'impôt effectif du groupe est de 32,7 %), on obtient un résultat net avant part des minoritaires équivalent à 4,955 milliards d'euros. Les parts minoritaires principalement constituées des 34 % détenues par Diageo dans Moët Hennessy ainsi que des 39 % détenues par Mari-Cha Group Ltd dans DFS de 253 millions sont ensuite soustraites. Les écarts importants que l'on observe par rapport à 2019 se traduisent par deux raisons principales ; d'une part la crise sanitaire, d'autre part les résultats record du groupe la même année. En effet, l'estimation des ventes s'élève à 53,67 milliards d'euros, une progression de 15 % par rapport à 2018.

Dès lors, le résultat net (intérêts minoritaires déduits) du groupe en ressort atteignant les 4,702 milliards d'euros (recul de 34 % par rapport à 2019 et de 25 % par rapport à 2018). Il représente 10 % des ventes totales en 2020, alors qu'il en représentait 13 % en 2019. Néanmoins, considérant le niveau du Free cash-flow quasi inchangé entre 2019 et 2020, LVMH sort relativement préservé de la crise sanitaire.

Pour leur part, les autres éléments du compte de résultat (cf. annexe 4) affichent des résultats distincts. Ainsi, les autres charges opérationnelles sont en recul de 102 millions d'euros par rapport à l'année précédente (333 millions d'euros en 2020 contre 231 millions un an plus tôt). Cette baisse s'explique notamment par un don - 35 millions d'euros dans le cadre de la crise sanitaire, - 35 millions d'euros de frais d'acquisitions (relatif à Tiffany & Co) et - 22 millions d'euros de résultats de cessions. Des dépréciations et amortissements enregistrés – concernant

principalement des marques et écarts d'acquisition - sont en hausse et passent de - 26 millions à - 235 millions. Le tableau suivant reprend le résultat opérationnel courant par groupe d'activités :

<i>(en millions d'euros)</i>	2020	2019	2018
Vins et Spiritueux	1 388	1 729	1 629
Mode et Maroquinerie	7 188	7 344	5 943
Parfums et Cosmétiques	80	683	676
Montres et Joaillerie	302	736	703
Distribution sélective	(203)	1 395	1 382
Autres activités et éliminations	(450)	(383)	(330)
Total	8 305	11 504	10 003

Figure 9: résultat opérationnel courant par groupe d'activité (Source : LVMH, 2021)

On observe une importante dégradation des résultats, expliquée principalement par la diminution des flux touristiques à cause de l'arrêt des voyages internationaux et des fermetures des magasins à travers le monde.

En ce qui concerne l'EBITDA, j'ai décidé, pour plus de précision, de me baser sur celui étant **normalisé**. La normalisation de l'EBITDA - par la suppression des anomalies - signifie que l'EBITDA ajusté qui en résulte est plus précisément et plus facilement comparable à l'EBITDA d'autres sociétés et à l'EBITDA de l'industrie d'une société dans son ensemble. La mesure ajustée élimine les éléments **non-récurrents et irréguliers** pouvant fausser l'EBITDA. Selon les estimations de Bloomberg, les prévisions chiffrées concernant les prochaines années sont positives. Les analystes prévoient en effet un **EBITDA** équivalent à **17,443** milliards d'euros en 2021 et **19,657** milliards d'euros en 2022. De son côté, Chiara Battistini prévoit quant à elle un EBITDA optimiste équivalent à 19,079 milliards d'euros (2021) et 21,273 milliards d'euros (2022) (cf. annexe 21).

Les dépréciations et amortissements (**D&A**) sont passés de **5,108** à **6,050** milliards entre 2019 et 2020. Le résultat opérationnel **normalisé** (adjusted EBIT) s'élève quant à lui à 8,305 milliards d'euros, soit une diminution de **38,5 %** par rapport à 2019. Les intérêts (nets) ont quant à eux augmenté, passant de **559** à **608** millions d'euros en 2020.

3.2 Structure financière

La structure financière fait référence à la proportion de dettes et de capitaux propres qu'une entreprise utilise pour financer ses activités. Elle est variable, c'est notamment ce que les

chiffres du groupe LVMH ont démontré. Pour calculer cette structure financière, il suffit de regarder la proportion d'actifs financée par des fonds propres et la proportion d'actifs financée par de la dette.

Par souci de précision, les données utilisées dans ce rapport sont des données ajustées. Elles ont été récoltées sur Bloomberg. Ainsi, l'actif total de LVMH se présente comme suit au cours des trois dernières années (en milliards d'euros) :

	2017	2018	2019	2020
Actifs court terme	21,061	23,551	26,510	39,973
Actifs long terme	48,694	50,749	69,997	68,698
Tangibles	13,862	15,112	30,942	30,715
Intangibles	30,794	30,981	33,246	33,054
Actifs Total	69,755	74,300	96,507	108,671

Tableau 4: Structure de l'actif de LVMH, entre 2017 et 2020 (Source: LVMH, 2021)

La hausse des actifs court termes observée en 2020 s'explique par l'emprunt réalisé dans le but d'acquérir Tiffany & CO. Il s'agit d'une hausse du Cash et Équivalent cash. De ce fait, on observe de ce fait une augmentation des dettes à long terme. La hausse des actifs tangibles entre **2018** et **2019** s'explique principalement par l'acquisition de Belmond.

En ce qui concerne **la dette totale et les fonds propres**, la répartition est comme suit :

	2017	2018	2019	2020
Dette CT	14,989	16,833	22,623	25,318
Dette LT	24,389	23,510	35,519	44,524
Dette TOTAL	39,978	40,343	58,142	69,842
Fonds propres	30,377	33,957	38,365	38,829

Tableau 5: Structure de la dette de LVMH, entre 2017 et 2020 (LVMH, 2021)

Sur base de ces données, on peut en déduire que la structure financière du groupe LVMH a évolué ces dernières années en fonction de l'augmentation constante de la dette. En effet, en 2017, les actifs étaient financés à hauteur de 43,55 % par des fonds propres et à 56,45 % par la dette. Ces chiffres ont évolué et sont passés à 45,70 % (fonds propres) et 54,3 % (dette) en 2018, 39,7 % et 60,3 % en 2019, puis respectivement à 35,7 % et 64,3 % en 2020. Ces variations témoignent du fait que l'endettement devient une source de financement de plus en plus importante chez LVMH. Comme mentionné précédemment, l'acquisition de Tiffany & Co a quant à elle été effectuée grâce à une augmentation de la dette. Dans le rapport annuel publié en février 2021, le groupe explique qu'« en février et avril 2020, LVMH a réalisé huit émissions obligataires d'un montant total de 10,7 milliards d'euros pour financer notamment l'acquisition de Tiffany & Co » (LVMH, 2021).

3.3 Analyse des CF

En ce qui concerne l'analyse des flux de trésorerie, elle concernera les cash-flows de **financement**, **d'investissements** et **d'exploitation**. Le cash-flow est le montant net des liquidités transférées hors et dans une entreprise, il permet de mesurer la capacité d'une entreprise à **créer de la valeur** pour les actionnaires sur le long terme (Investopedia, 2020). Dans le cas de LVMH, le free cash-flow annuel disponible reste assez élevé, même en 2020. Il permet entre autres de payer les dividendes. Dans le rapport financier annuel publié en 2021, on récolte les informations suivantes (en milliard d'euros) :

In Millions of EUR	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
Cash-Flow d'exploitation	6,176	6,072	8,490	11,648	10,897
Cash-Flow d'investissements	- 82	- 6,331	- 3,439	-5,869	-2,939
Cash-Flow de financement	-3,985	2,158	-4,323	-4,734	7,403
Free Cash-Flow to equity (d'exploitation)	3,911	4,966	5,452	6,167	6,117
Free Cash-Flow to Firm	4,081	5,096	5,904	8,353	8,918

Tableau 6: Tableau des flux de trésorerie entre 2016 et 2020

Le cash-flow **d'exploitation**, qui représente l'ensemble des liquidités générées par les principales activités commerciales de l'entreprise, reste assez élevé, mais est en léger recul comparé à l'année précédente. Cette baisse résulte de la crise sanitaire actuelle, avec un résultat d'exploitation inférieur chiffré à 3,3 milliards d'euros en 2020, par rapport à 2019. Malgré la crise, le cash-flow d'exploitation obtenu en 2020 reste tout de même supérieur à celui de 2018. Le cash-flow **d'investissement**, qui comprend l'ensemble des achats d'immobilisations et des investissements dans d'autres entreprises commerciales, est plus faible que celui des trois dernières années. Il dépend majoritairement des incidences d'acquisitions et de cessions de titres consolidés. En 2020, ce cash-flow résultait principalement de couvertures de change réalisées dans le cadre de l'acquisition de Tiffany & Co. En 2019, il découlait de l'acquisition de Belmond ainsi que de l'acquisition de participations à hauteur 49 % dans Stella McCartney et de 55 % dans Château d'Esclans. LVMH avait en effet comptabilisé 2 478 millions d'incidences d'acquisition. En 2017, l'important cash-flow s'expliquait principalement des acquisitions de Christian Dior (5 782 millions d'euros) et de Rimowa (615 millions d'euros). Finalement, en 2016, les chiffres décevants provenaient principalement de la cession de Donna Karan International, pour 435 millions d'euros. Les dépenses d'investissement (**CAPEX**) concernent en général les investissements de différentes marques du groupe (notamment Louis Vuitton, Sephora et Bvlgari) dans leurs réseaux de distribution ainsi que les investissements des marques de champagne et de cognac dans leur outil de production.

Le graphique ci-dessous dévoile les dépenses d'investissement du groupe, entre 2016 et 2022. Les données de 2021 et 2022 ont été estimées par moi-même et le détail des calculs se trouve à l'annexe 15. Après avoir projeté les revenus futurs, j'ai fait l'hypothèse d'un **ratio CAPEX/REVENUS** constant et égal à 5,97% (ratio moyen entre 2016 et 2019). Ces estimations ont été faites dans le cadre de la valorisation par les flux de trésorerie actualisés qui sera développée dans la section suivante.

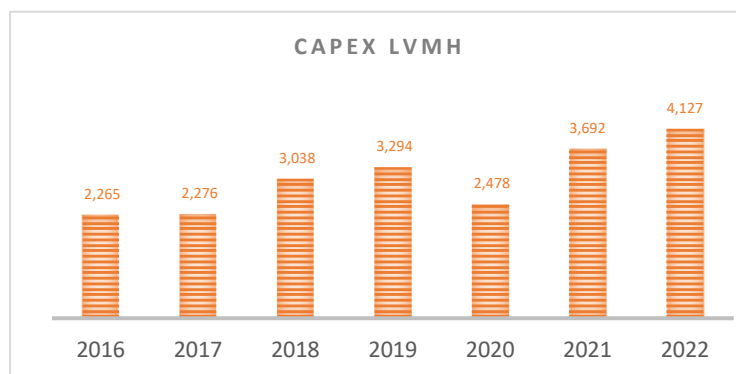


Figure 10: CAPEX LVMH en milliard d'euros (Source: Bloomberg, 2021 ; Estimations: Jad Bitar)

En ce qui concerne le cash-flow de financement, une variation significative est observable entre 2019 et 2020, passant de - 4,323 milliards à 7,403 milliards d'euros. Cette variation s'explique en partie par l'emprunt réalisé dans le cadre de l'acquisition de Tiffany & Co, mais également par un remboursement de dettes financières à hauteur de 5,024 milliards d'euros. Enfin, le Cash-flow d'exploitation disponible en 2020 s'élevait à 6 117 millions d'euros, une tendance stable comparée aux 6 167 millions d'euros comptabilisés en 2019. La diminution de la capacité d'autofinancement (13 997 en 2020 et 16 105 en 2019) ayant quasiment été compensée par la baisse respective du BFR et des dépenses d'investissements.

Enfin, le tableau 7 reprend deux types de flux de trésorerie disponibles : Les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF) (également appelés *unlevered free cash-flow*) et les flux de trésorerie disponibles pour les capitaux propres (FCFE). La principale différence entre les deux réside dans la prise en compte des charges d'intérêts et des remboursements nettes de dettes pour le FCFE, alors que ces composantes sont exclues dans le calcul du FCFF. Le free cash-flow to equity est une mesure de la quantité de trésorerie disponible pour les actionnaires après le paiement de toutes les dépenses, le réinvestissement et la dette. Le cash-flow to the firm représente quant à lui le montant des flux de trésorerie pouvant être distribué après prise en compte des dépenses d'amortissement, des impôts, du fonds de roulement et des

investissements. En d'autres mots, le FCFF est une mesure de la rentabilité d'une entreprise après toutes les dépenses et tous les réinvestissements.⁷¹

3.4 Analyse de la variation du BFR

En ce qui concerne l'analyse **de la variation du besoin de fond roulement** (c'est-à-dire les fonds dont l'entreprise a besoin pour financer son exploitation), on observe dans l'annexe 7 et 8 une variation importante, passant de - **1,154 milliard d'euros** à - **367 millions d'euros** en 2020. Un besoin de fonds de roulement **négatif** signifie qu'une entreprise finance ses ventes en « **empruntant** » auprès de ses fournisseurs et de ses clients (Investopedia, 2021). Ceci arrive généralement lorsqu'une entreprise génère des **liquidités** si **rapidement** qu'elle peut vendre ses produits au client **avant même de devoir payer sa facture** au fournisseur. Ainsi, dans l'intervalle de temps qu'il lui reste pour payer, elle utilise l'argent du fournisseur pour se développer (Financial Express, 2020). Un BFR positif indique à l'inverse qu'il est nécessaire de recourir à des financements externes pour financer son cycle d'exploitation. Le BFR dépend donc des stocks, des créances (clients) et des dettes non financières (dettes auprès des fournisseurs en général). Dans notre cas, cette variation du **BFR** peut s'expliquer d'une part, par le **ralentissement** économique causé par la crise sanitaire. Grâce au rapport financier publié en 2021 par le groupe (cf. annexe 10 et 11), on découvre que la **variation du besoin en fonds de roulement** en 2020, de 367 millions d'euros, a généré un besoin inférieur (diminution de 787 millions d'euros) à celui de l'exercice précédent, au cours duquel la variation du besoin de fonds de roulement s'élevait à 1 154 millions d'euros. De plus, la variation des stocks de **562 millions d'euros en 2020** est nettement inférieure à la **variation des stocks** de **1 604 millions d'euros** observée l'année précédente, générant une **réduction de 1 042 millions d'euros** du besoin de financement lié à l'augmentation des stocks. Également, au cours de l'exercice 2020, la pandémie a entraîné des perspectives de vente plus faibles pour les stocks, conduisant à la comptabilisation **d'une charge de dépréciation** de plus ou moins **190 millions d'euros** (LVMH, 2021).

En parallèle, **les créances commerciales** qui avaient augmenté de 111 millions d'euros à la fin de l'année 2019, ont **diminué de 518 millions d'euros** à la fin de l'année 2020, réduisant le besoin en fonds de roulement de 629 millions d'euros. Finalement, **les dettes commerciales** ainsi que les autres dettes d'exploitation, en baisse, ont généré un besoin de financement de **322**

⁷¹ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/fcff-vs-fcfe/>

millions d'euros en 2020, étant donnée la variation des dettes fournisseurs de **559** millions ainsi que de la variation des autres créances de **237** millions ($-559+237 = -322$). Fin 2019, la somme de ces deux composantes contribuait cette fois-là, à financer le besoin en fonds de roulement. Dans notre cas, la variation négative à laquelle fait face LVMH en 2020 peut s'expliquer par la baisse des ventes et donc la réduction des stocks. En 2019, cette même variation était positive et valait 335 millions d'euros (LVMH, 2021).

IV. Valorisation

L'objectif principal de ce mémoire est de réaliser la valorisation du groupe LVMH dans le but d'arriver à une recommandation à **l'achat** ou **la vente**. La valorisation est un processus quantitatif qui consiste à déterminer la valeur actuelle (ou future) d'un actif ou d'une entreprise. Il existe plusieurs techniques pour parvenir à une évaluation, chacune d'entre elles pouvant donner une valeur différente. L'analyse fondamentale est souvent utilisée dans la valorisation, bien que d'autres méthodes puissent être employées, comme le modèle CAPM ou la méthode de Gordon et Shapiro (Dividend discounted model). L'analyse fondamentale est une technique qui permet de mesurer la valeur **intrinsèque** d'un titre en examinant les facteurs **économiques** et **financiers connexes**. Elle permet en effet de déterminer la **juste valeur** d'une action (c.-à-d. « Fair market value »). Pour y parvenir, les analystes étudient tout ce qui peut affecter la valeur du titre, que ce soit les facteurs macroéconomiques tels que l'état de l'économie et les conditions du secteur ou encore les facteurs microéconomiques comme l'efficacité de la gestion de l'entreprise. Si la juste valeur obtenue est supérieure au prix du marché, l'action est considérée comme **sous-évaluée** et une recommandation d'achat est donnée. A l'inverse, l'action est **surévaluée** si le prix du marché est supérieur à la valeur intrinsèque. Pour arriver à calculer la valeur intrinsèque, il existe plusieurs méthodes différentes l'une de l'autre (la méthode des flux de trésorerie actualisés, la méthode des comparables, la méthode des transactions précédentes,...).

4.1 La méthodes des comparables

La méthode d'analyse des sociétés comparables est l'une des principales méthodologies utilisées pour évaluer une société. Elle fournit une référence de marché par rapport à laquelle on peut établir la valorisation d'une société privée ou analyser la valeur d'une société publique à un moment précis. Étant donné la complexité de LVMH, il semble plus pertinent de réaliser la méthode des comparables par sous-secteur. Chaque division du groupe sera donc considérée comme une entité à part entière. Ainsi, la valorisation sera plus pertinente.

4.1.1 Présentation de la méthode générale

Le fondement de cette méthode repose sur le principe que des sociétés similaires constituent un point de référence très pertinent pour évaluer une société cible, car elles partagent des caractéristiques commerciales et financières, des facteurs de performance et des risques clés. Par conséquent, via cette méthode, on peut établir des critères d'évaluation pour la société cible en déterminant son positionnement relatif parmi les sociétés similaires (*peer-analysis*). Le but de cette analyse consiste à sélectionner un ensemble de sociétés comparables à la société cible. Ces sociétés paires sont comparées entre elles ainsi qu'avec la société cible sur base de diverses statistiques et ratios financiers. Si le **P/E** est la mesure la plus largement reconnue, les multiples basés sur la **valeur d'entreprise** sont largement utilisés car ils sont **indépendants** de la structure du capital et d'autres facteurs non liés aux opérations commerciales (comme par exemple les différences de régimes fiscaux ou encore certaines politiques comptables). L'analyse des sociétés comparables est conçue pour refléter la valorisation actuelle, basée sur les **conditions du marché** et le **sentiment des investisseurs**. Elle se montre souvent plus pertinente que l'analyse de la valorisation intrinsèque, comme l'analyse des flux de trésorerie actualisés (méthode DCF). En parallèle, il existe des périodes de comportement irrationnel de la part des investisseurs, faussant ainsi la valorisation de l'entreprise cible. A noter qu'il n'existe pas deux sociétés exactement identiques, expliquant ainsi que l'attribution d'une valeur basée sur des caractéristiques de sociétés similaires peut ne pas refléter avec précision la valeur réelle d'une société donnée.

4.1.2 Application de la méthode

La première étape de cette méthode consiste à choisir l'ensemble des entreprises paires qui vont être comparées à LVMH. Ces entreprises doivent avoir des caractéristiques commerciales et financières similaires. Le tableau suivant reprend les différentes entreprises paires sélectionnées pour chacun des segments. Après avoir choisi les entreprises, il faut les comparer à l'aide de différentes statistiques-clés, ratios financiers et multiple ; à la suite de quoi un benchmarking est réalisé (comparaisons des multiples des entreprises paires avec ceux de la société cible). Cette technique permet de déterminer la force relative des entreprises comparables entre elles et par rapport à la société cible. Les similitudes et différences de taille, de taux de croissance et de marges, par exemple, sont examinées de près. Cette analyse établit

un classement relatif de LVMH et détermine les sociétés les plus appropriées pour établir sa valorisation. En plus des données disponibles sur Bloomberg, des Equity Research réalisées par JPMorgan ont également été utiles. Ces rapports de recherche rédigés par des spécialistes financiers fournissent des estimations sur les performances futures des entreprises. Ils peuvent être utilisés pour calculer des multiples prévisionnels et incluent généralement des estimations des ventes, de l'EBITDA, ainsi que de l'EBIT. Étant donné la fiabilité de la source, tant Bloomberg que JPMorgan, les estimations obtenues ne peuvent qu'être considérées comme fiables.. Le tableau ci-dessous reprend les différentes entreprises sélectionnées pour chacun des sous-segments.

Mode et Maroquinerie	Parfums et cosmétiques	Vins et Spiritueux	Montre et Joaillerie
- Kering - Hermès - Burberry - Salvatore Ferragamo - Prada	- L'Oréal - Estée Lauder	- Laurent Perrier - Kweichow - Cointreau	- Cie Richemont - Pandora - Chow Tai

Tableau 7: Entreprises sélectionnées par sous-secteur

Dans le cadre des entreprises actives dans différents secteurs d'activité, comme Kering par exemple, seules les informations relatives au bon segment ont été pris en compte. Les segments de la distribution sélective et des autres activités représentent une difficulté pour se procurer des données fiables sur les sociétés comparables ; c'est pourquoi les multiples utilisés proviennent d'un rapport financier publié par JPMorgan (annexe 21) en avril 2021. Ils ont notamment été utilisés dans le cadre d'une valorisation - de type « SOTP » - du groupe LVMH. L'annexe 12 reprend les multiples des différentes entreprises, par sous-secteur.

Pour cette analyse des comparables, les multiples EV/EBIT et EV/REVENUE seront utilisés, dans le but d'obtenir un intervalle prix théorique, étant donné qu'il n'existe pas de multiple idéal permettant d'obtenir la vraie valeur théorique. De plus, ce sont les « forward multiples qui seront utilisés, étant donnée la crise traversée en 2020. Ces forwards multiples⁷² sont basés sur les prévisions des bénéfices futurs de la société et sont souvent utilisés pour évaluer la valeur des sociétés à forte croissance, qui s'attendent à ce que leurs bénéfices futurs soient meilleurs que ceux des douze derniers mois.⁷³ Pour chacune des entreprises mentionnées précédemment,

⁷² Pour les entreprises actives dans différents secteurs d'activité, comme Kering par exemple, seules les informations relatives au bon segment ont été pris en compte.

⁷³ <https://www.divestopedia.com/definition/849/forward-multiple>

ces deux multiples seront calculés sur bases de données financières estimées pour l'année 2021, obtenues sur Bloomberg. Ensuite, la **moyenne** et la **médiane** de ces différents multiples (LVMH inclus) seront calculées par sous-secteur. Enfin, sur base de ce multiple, la valeur de chaque sous-secteur sera définie. L'ensemble des multiples moyens et médians correspondant à chaque sous-secteur ainsi que leurs valeurs estimées sera détaillé en annexe 13.

Le tableau suivant reprend l'agrégation des différentes « Entreprise Value » calculées par sous-secteur.

	EV/EBIT		EV/Revenus	
	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
Mode et Mar.	293 371,43	323 078,60	197 395,55	179 864,15
Distrib. Sélect.	3 456,00	3 456,00	3 440,10	3 440,10
Parfums et Cos.	24 546,65	19 725,00	33 131,26	42 332,40
Vins et Spirit.	56 380,71	58 480,41	68 924,19	49 648,87
Montres et Jo.	25 342,41	24 495,79	24 893,28	30 137,78
Autres	-20615,2	-5648	-32,7	-32,7
Somme	382 482,00	423 587,80	327 751,67	305 390,60

Figure 11: Agrégation des sous-segments

Finalement, les valeurs estimées de chacun des sous-segments sont additionnées entre-elles, afin d'obtenir la valeur totale de l'entreprise. De cette valeur d'entreprise sont soustraites les dettes totales ainsi que les intérêts minoritaires. Les cash et équivalents cash sont quant à eux ajoutés.

	EV/EBIT		EV/Revenus	
	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
Enterprise value	382 482,00	423 587,80	327 751,67	305 390,60
(-) Net debt	69 842,00			
(-) Minority interests	1 417,00			
(+) Cash & Equiv.	19 963,00			
Implied Equity Value	331 186,00	372 291,80	276 455,67	254 094,60
Outstanding Shares	504,20			
Share price	656,85	738,38	548,31	503,96

Figure 12: Résultats de la valorisation par la méthode des comparables

Les prix varient d'un multiple à un autre pour obtenir deux fourchettes de prix assez différentes : **[656,85 ; 738,38]** vis-à-vis de la valorisation effectuée à l'aide du multiple EV/EBIT, et **[503,96 ; 548,31]** pour celle effectuée à l'aide du multiple EV/REVENUS.

4.2 Discounted Free Cash Flow

L'analyse des flux de trésorerie actualisés (DCF) est une méthode d'évaluation fondamentale couramment utilisée par les banquiers, les dirigeants d'entreprise, les investisseurs et autres professionnels de la finance. Elle repose sur le principe selon lequel la valeur d'une société (ou d'un ensemble d'actifs) peut être dérivée de **la valeur actuelle** de ses cash-flows futurs (FCF).

4.2.1 Présentation de la méthode

La valorisation de la société cible par la méthode des DCF donne lieu au calcul de la valeur **intrinsèque**, qui est en **opposition à la valeur de marché**. De ce fait, lors de la réalisation d'une évaluation complète, un DCF constitue une alternative importante aux techniques d'évaluation basées sur le marché, telles que la méthode des comparables qui peut être faussée par un certain nombre de facteurs, comme par exemple les **aberrations du marché**.

Dans un DCF, le free cash-flow est généralement **projeté** sur une **période de cinq ans**, mais cette période peut varier en fonction du secteur de l'entreprise cible ou de son stade de développement. Cependant, cinq ans sont généralement suffisants pour couvrir au moins **un cycle économique** et permettre la réussite des mesures planifiées. L'objectif est de projeter le FCF à un moment dans le futur où la performance financière de l'entreprise cible est considérée comme ayant atteint un "**état stable**" qui peut servir de base pour le calcul de la valeur finale. Les FCF projetés, ainsi que la valeur résiduelle, sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (**WACC**) de la société cible, qui est un taux d'actualisation proportionnel aux risques commerciaux et financiers de l'entreprise. La valeur actuelle du FCF et la valeur finale (c.-à-d. Terminal Value) sont ensuite additionnées pour déterminer la valeur de l'entreprise, qui sert de base à la valorisation.

4.2.2 Calcul du WACC (coût pondéré du capital)

Comme son nom l'indique, le WACC représente la « moyenne pondérée » du rendement requis sur le capital investi (habituellement les dettes et les capitaux propres) dans une société donnée. Il est aussi communément appelé « taux d'actualisation » ou « coût du capital » d'une entreprise. Comme les composantes de la dette et des capitaux propres ont généralement des profils de risque très différents, le WACC dépend de la structure du capital. Selon les informations disponibles sur Bloomberg, le WACC de LVMH vaut **9,8%** (cf. tableau 12). Cependant, lorsque j'estime le WACC par moi-même, il varie et vaut **5,3%**, ce qui est bien en

dessous. La différence entre les deux réside principalement dans le fait que Bloomberg calcul le WACC à l'aide d'une prime de risque de marché attendue égale à 11,59%. Or, la prime de risque en vigueur en France est de 6,04% (Market Risk Premia, 2021)⁷⁴. Malgré plusieurs recherches, aucune information n'a pu être trouvée concernant l'origine de la prime de risque avancée par Bloomberg (11,59%). Suite à cela, bien que Bloomberg soit une source fiable, il a été décidé de ne plus considérer le WACC de 9,8% proposé par la plateforme, pour ainsi éviter toute incohérence. La prime de risque attendue qui en vigueur sur les marchés américains et chinois est respectivement de 3,19% et de 3,79%. Ce qui est bien en dessous de celle en vigueur en France et dans le reste de l'Europe (7,64% en Allemagne ; 6,47% en Belgique ; 7,2% en Espagne et 9,52% en Italie). Étant donné que l'action LVMH est listée à Paris, il a été décidé d'utiliser la prime de risque attendue qui est en vigueur en France, c'est-à-dire 6,04%. Le bêta utilisé (qui représente la volatilité du cours de l'action par rapport au reste du marché) est celui trouvée sur Yahoo Finance⁷⁵ et vaut 0,98. Il s'agit d'un indice relatif au CAC 40. Enfin, le taux sans risque considéré est le rendement des obligations à 10 ans en France (au 13 mai 2021)⁷⁶. Il est de 0,18%. Ensuite, le WACC a été calculé en utilisant la capitalisation boursière (331 676 millions) et non les fonds propres (38 829 millions). En utilisant les fonds propres, mon estimation du WACC baisse et vaut 2,1%, ce qui est fort bas. De plus, le calcul du WACC requiert généralement l'utilisation de valeurs de marché pour ses différentes composantes, plutôt que leurs valeurs comptables. Et celles-ci peuvent différer de manière significative. Ce choix explique ainsi la structure financière différente obtenue dans cette section, par rapport à celle obtenue dans la section 3. Les détails du calcul réalisés afin d'arriver au WACC final se trouvent en annexe 14.

WACC (Bloomberg)	
Poids du capital	89,8%
Re	10,9%
Poids de la dette	10,2%
Rd x (1-Tax Rate)	0,113%
WACC	9,8%

Tableau 8: WACC obtenus via Bloomberg

WACC (estimé)	
Poids du capital	89,8%
Re	5,9%
Poids de la dette	10,17%
Rd x (1-Tax Rate)	0,136%
WACC	5,3%

Tableau 9: WACC estimé

Le WACC utilisé dans ma valorisation des flux de trésorerie actualisés est de 5,3%.

⁷⁴ <http://www.market-risk-premia.com/fr.html>

⁷⁵ <https://finance.yahoo.com/quote/MC.PA/key-statistics?p=MC.PA>

⁷⁶ <https://tradingeconomics.com/france/government-bond-yield>

4.2.3 Entreprise Value et Terminal Value

La valeur d'une entreprise, via la méthode DCF, est calculée comme suit :

$$\text{Entreprise Value} = \left(\sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} \right) + \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + WACC)^n}$$

La Terminal Value est utilisée pour quantifier la valeur restante de l'entreprise cible après la période de projection et elle représente généralement une part importante de la valeur de la cible dans un DCF. La Terminal Value peut être obtenue de deux façons différentes :

- La méthode "exit multiple" (EMM)
- La méthode "perpetuity growth" (PGM).

Dans ce rapport, je me baserai sur la **méthode PGM**, qui calcule la Terminal Value en traitant le FCF de la dernière année comme une perpétuité **qui croît à un taux supposé**. Ceci semble pertinent car LVMH est un groupe **mature** et **stable** avec des chiffres de ventes qui continuent de croître. De plus, on a la (quasi) certitude que le groupe perdurera et continuera ses activités pour encore très longtemps. Cette méthode repose sur le **WACC** ainsi que sur le taux de croissance à long terme de l'entreprise, qui se rapproche généralement du taux de croissance - à long terme - du PIB nominal ainsi que du taux de croissance attendu au sein du secteur.

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCF_n \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Où:

- FCF = *Unlevered FCF*
- n = *dernière année de la période projetée*
- g = *le taux de croissance perpétuel*

Selon mes analyses précédentes ainsi que mes hypothèses de croissance, les revenus devront croître de 11% par an, au cours des 5 prochaines années. Cependant, le taux de croissance g est le taux à **perpétuité** attendu pour l'entreprise. J'ai donc décidé m'aligner sur la moyenne du taux de croissance du PIB nominal français des 20 dernières années⁷⁷ (sans tenir compte de l'année 2020, qui est une année exceptionnelle étant donnée de la crise sanitaire). Ainsi, le **taux de croissance g** choisi est de **2,75%**.

Une analyse de sensibilité sera conduite à la section 5 afin de voir dans quelle mesure une variation du WACC et du taux g , influence nos résultats.

⁷⁷ <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/>

4.2.4 Application de la méthode

Afin de calculer **l'Entreprise Value**, il a d'abord fallu que je prévisionne les données pour la période **2021-2025**, sur bases des données historiques allant de 2016 à 2020. Pour plus de précision dans mes résultats, j'ai divisé mes prévisions par sous-secteurs et par région du monde étant données les dynamiques différentes. Pour l'année 2020, étant données la crise sanitaire, j'ai fait le choix de segmenter les résultats par trimestre afin d'avoir un aperçu plus claire des résultats. Pour l'année 2021, j'ai également décidé de prévisionner les résultats par trimestre afin d'avoir des résultats plus précis et plus réalistes, étant donné que la majorité des mesures gouvernementales son vouer à disparaître d'ici la fin de l'année. Pour les 4 autres périodes – 2022, 2023, 2024 et 2025 – les prévisions ont été faites annuellement. À titre d'information, au vu des mesures gouvernementales qui s'allègent considérablement et du programme de vaccination qui est sur la bonne voie, j'ai fait l'hypothèse d'un scénario assez optimiste lors de mes prévisions.

4.2.4.1 Estimations et interprétation des hypothèses

Les tableaux reprenant les différents taux de croissance hypothétiques utilisés lors de mes projections (par segment et par zone géographique) se trouvent en annexe 19. Comme expliqué plus haut, les projections pour 2021 ont été segmentées en trimestres. Les tableaux reprenant les revenus estimés de LVMH pour la période 2021 à 2025 se trouvent en annexes 20.

Au vus des résultats peu habituels rencontrés en 2020 à cause de la crise sanitaire, il a été décidé que les taux de croissance avancés dans les paragraphes qui suivent, sont (pour la plupart) des taux annuels composés pour la période 2019 à 2025. Ainsi, la hausse (ou la baisse) est plus représentative de la réalité.

4.2.4.1.1 Prévisions des revenus par segment

Mode et Maroquinerie

Au vu des analyses réalisées dans le point 2 de ce rapport, j'ai fait l'hypothèse que la division Mode et Maroquinerie allait croître de manière considérable au cours de la seconde moitié de l'année 2021. J'ai également fait l'hypothèse que les États-Unis et l'Asie (portée par la Chine et la Japon) devraient largement dépasser le niveau de ventes atteint en 2019. Les États-Unis devraient connaître un taux de croissance annuel composé de **13,4%**, pour la période 2019-2025. L'Asie (sans le Japon) devrait de son côté croître à un taux annuel composé de **18,5%** pour la même période (alors que le taux était de **14%** entre 2016 et 2019). L'Asie devrait, selon

les projections faites, représenter **41,7%** des ventes totales en Mode et Maroquinerie alors que de leur côté, les États-Unis devraient en représenter **18,7%**.

Parfums et cosmétiques

Pour cette division, d'ici la fin de l'année 2021, les différentes régions du monde devraient se rapprocher très fort des chiffres de ventes obtenus en 2019. Selon mes estimations, ainsi que sur base des résultats observés au second semestre 2020 et lors du premier trimestre 2021, l'Asie (hors Japon) devrait connaître à un taux de **18%** entre 2019 et 2025, et ainsi atteindre un revenu de 7,45 milliards en 2025. L'Asie devrait également représenter 60% des ventes totales de ce secteur. Le Japon quant à lui devrait également connaître une croissance significative avoisinant les **9%**, entre 2019 et 2025, et ainsi représenter 10% des ventes totales.

Vins et spiritueux

La division Vin et Spiritueux devrait également bien croître au cours de cette année et des suivantes. Bien qu'impactées par la fermeture des bars, restaurants et discothèques, les ventes observées depuis la seconde moitié de 2020 sont assez positives. La croissance soutenue que devrait connaître ce segment (en partie portée par les États-Unis) devrait atteindre un niveau de ventes égal à 6,247 milliards d'euros en 2021 et à 8,08 milliards d'euros en 2025. Cette croissance significative s'explique en partie par la consommation de Hennessy (spiritueux premium) qui ne fait que croître depuis quelques années. Selon mes hypothèses, le marché des États-Unis devrait connaître une croissance (TCAC)⁷⁸ de **11,5%** entre 2019 et 2025 et ainsi représenter **44%** des ventes. En ce qui concerne le marché asiatique, il devrait plutôt atteindre un taux avoisinant les **4%** (TCAC). Bien que le baiju – spiritueux fabriqué par la société Moutai⁷⁹, valorisée à 230 milliards d'euros - soit le spiritueux le plus répandu de la région, la nouvelle génération se tourne de plus en plus vers les spiritueux de l'occident. Enfin, en Europe, le groupe devrait connaître des ventes assez stables, avec un taux de croissance (TCAC) attendu entre 2020 et 2025 égal à 6,9% en France (2,9% entre 2019 et 2025) et à 6,6% (4,9% entre 2019 et 2021) pour le reste de l'Europe.

Distribution sélective

La division « Distribution sélective » ne devrait connaître qu'une très faible croissance en 2021 étant donné les limitations de voyages internationaux et devrait de ce fait retrouver son niveau

⁷⁸ Taux de croissance annuel composé

⁷⁹ https://www.rtbfb.be/info/economie/detail_le-baijiu-l-alcool-le-plus-puissant-au-monde-se-tourne-vers-l-occident?id=10551504

pré-covid dans le courant de l'année 2022, voir même en 2023. Selon les hypothèses faites, les revenus totaux liés aux ventes devraient valoir 17,9 milliards d'euros en **2025**, contre 14,8 milliards en **2019** et 11, 973 en **2016**. L'Asie, forte de son nombre de voyageurs internationaux, devrait compter pour 30,7% des parts de marché, suivie par les États-Unis qui devraient en représenter 35,8%.

Montre et joaillerie

La division Montre et Joaillerie devrait durant les années à venir - grâce à l'intégration de Tiffany & Co - connaître d'excellents résultats. Cela s'est déjà fait ressentir dans les ventes du premier trimestre 2021, où la division enregistre une croissance de 35 % par rapport à la même période de 2020 et de 1 % par rapport à celle de 2019. Pour rappel, l'acquisition de Tiffany & Co a pour objectif de renforcer la position de LVMH dans le secteur de la haute joaillerie, notamment aux États-Unis, en Asie (Japon inclus) et en Europe. La marque de joaillerie est déjà très présente dans le monde, grâce à ses 321 magasins implantés dans 20 pays (124 aux États-Unis et 90 en Asie, sans le Japon qui tout seul compte 55 boutiques). Le groupe français souhaiterait également continuer son expansion au travers de ses différentes marques de prestige : Bvlgari en Chine, en Arabie saoudite, aux États-Unis et en Russie ; Chaumet, Hublot et Fred en Chine. Ainsi, selon mes projections, l'Asie (sans le Japon) devrait représenter un peu moins de la moitié des ventes totales de ce secteur (47, 8%), alors qu'elle en représentait 28% en 2016 et 43% en 2020. Elle devrait également connaître un taux de croissance de 18,8% (TCAC) entre 2019 et 2025. En 2025, ses ventes devraient valoir 4,7 milliards d'euros (contre 1,6 milliard en 2019 et 971 millions en 2016). Le Japon et les États-Unis devraient également croître de manière considérable d'ici 2025. Le Japon devrait pour sa part atteindre un niveau de vente égal à 1,135 milliard d'euros en 2025 (contre 528 millions en 2019) et devrait représenter 11,5% des ventes totales. Les États-Unis devraient quant à eux connaître un taux de croissance de plus ou moins 15% entre 2019 et 2025 (TCAC) et ainsi atteindre un niveau de vente égal à 812,8 millions d'euros (contre 352,4 millions en 2019).

4.2.4.1.2 Estimation du résultat opérationnel - EBIT

Afin de projeter les free cash-flows futurs (2021 – 2025), j'ai dû, en plus des revenus, prévisionner deux autres composantes : (1) les coûts liés aux ventes (**COGS**) et (2) les frais généraux et administratifs totaux (**SG&A**). Pour le premier, j'ai utilisé une méthode de ratio. J'ai d'abord calculé la moyenne des ratios « *COGS/Revenus* » entre 2016 et 2020, et j'ai ensuite multiplié cette moyenne par les différents revenus prévisionnés entre 2021 et 2025. Pour la

seconde composante, le taux de croissance annuel composé (*TCAC*) des SG&A, entre 2016 et 2019, a été calculé et vaut **8,2%**. Ce taux a ensuite été utilisé comme **taux de croissance annuel constant** pour les *frais généraux et administratifs totaux* de la période de prévision, c'est-à-dire de 2021 à 2025. Étant donné qu'il est impossible de prévisionner les autres produits et charges (*other income expenses*) de LVMH, pour la période 2021 à 2025, j'ai fait l'hypothèse qu'on obtenait directement l'**EBIDTA** en soustrayant **(1)** les coûts liés aux ventes et **(2)** les frais généraux et administratifs totaux, des revenus annuels. Ensuite, j'ai soustrait les dépréciations et amortissements (D&A) afin d'obtenir l'**EBIT**.

	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	11 675,92	13 968,79	16 411,05	18 880,24	21 570,22

Tableau 10: EBIT estimés pour la période 2021-2025 (Estimation: Jad Bitar)

Le tableau reprenant en détail ensemble des calculs se trouve en annexe 16.

Les CAPEX ainsi que les D&A de la période de projection ont été estimés à l'aide d'une méthode faisant appel aux ratios **(1)** « Capex/Revenus » et **(2)** « D&A/Capex ». Tout d'abord, après avoir calculé ces ratios pour la période 2016 à 2019⁸⁰ (sur bases de données historiques), leur moyenne sur 5 ans a été calculée (**5,97 %** pour le premier et **72,06%** pour le second). Ensuite, les CAPEX de la période de projection ont été calculées en multipliant les revenus - préalablement prévisionnés - par **5,91%**. Les D&A ont quant à eux été calculés en multipliant les CAPEX ainsi obtenus par **72,06%**.

In Millions	2021	2022	2023	2024	2025
Capex	3 692,81	4 127,41	4 593,94	5 081,87	5 611,70
D&A	2 661,05	2 974,21	3 310,40	3 662,00	4 043,80

Tableau 11: Estimation des CAPEX et des D&A (Estimations: Jad Bitar)

Le tableau reprenant en détail l'ensemble du calcul effectué se trouve à l'annexe 15

4.2.4.1.3 Estimation des taxes

Pour la projection des taxes annuelles à payer, j'ai fait l'hypothèse que **la moyenne des taux de taxation annuel** qui ont été appliqués au cours des 5 dernières années (29,3%) serait un bon estimateur. De plus, étant donné qu'il est difficile d'estimer les intérêts futurs et étant donné leurs faibles influences sur les résultats, j'ai fait l'hypothèse que l'**EBIT** obtenu plus tôt, peut

⁸⁰ L'année 2020 n'a pas été prise en compte étant donnée la crise sanitaire. Les ratios obtenus étaient en effet biaisés.

être considéré comme l'**EBT** (Earnings Before Taxes). Ainsi, afin d'obtenir les taxes annuelles pour la période de projection, l'EBIT a – chaque année - été multiplié par **29,3%**.

4.2.4.1.4 Estimation de la variation du besoin de fonds de roulement

L'une des méthodes pour calculer le besoin en fonds de roulement est de premièrement additionner **(1)** les comptes clients et effets à recevoir, **(2)** le stock, **(3)** les charges payées d'avances ainsi que **(4)** les divers actifs à CT. Ensuite, il faut soustraire **(1)** les comptes fournisseurs et **(2)** les autres dettes à court terme.

En ce qui concerne la prévisions des BFR pour la période de projection, je me suis basé sur une méthode recourant **(1)** au délai moyen de paiement des clients (DSO - days sales outstanding), **(2)** au DIH (*days inventory held*) et **(3)** au délai moyen de recouvrement (DPO - days payable outstanding). Ces ratios et leurs moyennes respectives ont été calculés entre 2016 et 2020. Ensuite, deux autres ratios ont également été calculés, tout comme leurs moyennes respectives également: **(4)** les charges payées d'avance, additionnées aux divers actifs à CT, sur les revenus des ventes, et **(5)** les autres dettes à court terme sur les ventes totales. Sur base des moyennes respectives des 5 ratios citées précédemment, les différentes composantes du BFR ont été prévisionnées, permettant ainsi de calculer la variation de BFR (Δ BFR) entre 2021 et 2025. Les tableaux reprenant le détail des différents calculs réalisés se trouvent à l'annexe 17.

4.2.5 Projection de Free Cash-Flow, Terminal Value & Enterprise Value

Afin d'obtenir les free cash-flows futurs, (1) les taxes, (2) le capex et (3) le Δ BFR ont été soustrait de l'EBIT, tandis que les D&A ont quant à eux été additionnés.

In Millions	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	11 675,92	13 968,79	16 411,05	18 880,24	21 570,22
Taxes (-)	3 417,85	4 089,03	4 803,94	5 526,74	6 314,17
D&A (+)	2 661,05	2 974,21	3 310,40	3 662,00	4 043,80
Capex (-)	3692,81	4127,41	4593,94	5081,87	5611,70
Δ WCR (-)	2975,06	1622,07	1741,31	1821,14	1977,55
UNLEVERED FCF	4 251,25	7 104,49	8 582,26	10 112,50	11 710,61

Tableau 12: Unlevered Free Cash-Flow estimés entre 2021 et 2025 (Estimations: Jad Bitar)

Les free cash-flow ainsi obtenus ont ensuite été actualisés à l'aide du WACC défini plus haut. Ils ont été sommés et la Terminale Value, ainsi que l'Enterprise Value, ont tous les deux été calculé à l'aide de la formule citée plus haut.

Terminal Value	471 868,50
ENTREPRISE VALUE	399 550,42

Tableau 13: Terminal Value et Enterprise Value de LVMH (Estimation: Jad Bitar)

La valeur d'entreprise ainsi obtenue vaut **391, 764** milliards d'euros.

4.2.6 Estimation du prix de l'action

Afin d'obtenir la valeur des capitaux propres, (a) **la dette totale**, (b) **les actions privilégiées** et (c) **les intérêts minoritaires** de la société, sont soustraits de l'Entreprise Value calculée plus haut. **Le cash et les équivalents cash** sont quant à eux additionnés. Afin d'obtenir le prix théorique de l'action de LVMH, il est nécessaire de diviser la valeur des capitaux propres obtenue par le nombre d'**actions en circulation** de la société. Dans notre cas, le groupe français compte 504,2 millions d'actions en circulation (*outstanding shares*) et nous obtenons ainsi un prix théorique de **690, 71 €** par action.

V. Analyse de sensibilité

Le prix théorique obtenu grâce à la méthode des flux de trésorerie actualisés nous pousse à croire qu'une recommandation à l'achat serait la conclusion la plus logique. Cependant, il est difficile, et risqué, d'émettre une recommandation d'investissement en ne prenant en compte que ce prix théorique là. Plusieurs facteurs peuvent en effet, à tout moment, faire varier les différentes composantes utilisées au cours de la valorisation et ainsi rendre obsolète nos résultats.

Le prix de l'action obtenu via la DCF fait partie d'une large fourchette de prix possible, chacun des prix étant basé sur une série d'hypothèses faite. Ainsi, une analyse de sensibilité semble être pertinente afin de fournir une fourchette plausible du prix de l'action théorique, en faisant varier les composantes clés de la valorisation, **(1) le WACC** et **(2) le taux de croissance perpétuelle g**. D'une part, le WACC est fortement influencé par la prime de risque de marché, et il semble donc prudent d'observer l'impact que le WACC pourrait avoir sur la valorisation de l'entreprise, si cette prime venait à changer. D'autre part, le taux de croissance g influence en grande partie la valeur terminale et a donc lui aussi un impact considérable sur la valorisation. Une analyse de sensibilité de la valorisation par DCF, réalisée plus haut, est donc appliquée dans cette partie du rapport. Le **WACC** utilisé vaut **5,3%**, et le **taux de croissance g** est **2,5%**.

Le WACC varie énormément en fonction de la prime de risque du marché, qui dans notre cas, est actuellement de **6,04%** (Market Risk Premia, 2021). Le taux de croissance g suit quant à lui généralement le taux de croissance annuel du PIB nominal. Selon les données récoltées sur le site de la banque mondiale⁸¹, le taux de croissance annuel des dernières années (avant 2020) oscillait entre **1,5%** et **2,5%** en Europe. Ensuite, selon les estimations de l'OECD⁸², le PIB mondial pourrait croître d'environ **3%** par an en moyenne au cours des 50 prochaines années, une fois la crise actuelle terminée.

Afin d'arriver à une analyse de sensibilité pertinente, j'ai fait l'hypothèse de deux scénarios possibles, sur base des opportunités et menaces relevées dans l'analyse SWOT.

Premièrement, étant donnée les circonstances actuelles favorables (relance économique, restrictions sanitaires de moins en moins présentes...), j'ai fait l'hypothèse d'un scénario positif au cours duquel la **prime de risque de marché attendue** n'augmenterait pas, à l'inverse du taux de croissance g qui serait en hausse. Ainsi, j'ai fait l'hypothèse que le WACC devrait osciller entre **4,8%** et **5,4%** (la prime de risque varie dans l'intervalle [5,4% ; 6,1%]). Concernant le taux de croissance g , étant données les estimations de l'OECD et celles de la banque mondiale, j'ai émis l'hypothèse qu'il devrait osciller entre **2,6%** et **3,1%**. Deuxièmement, j'ai également fait l'hypothèse d'un éventuel scénario « négatif », au cours duquel la prime de risque augmenterait et le taux de croissance g diminuerait. Ainsi, le WACC varierait entre **5,2%** et **5,8%** (la prime de risque varie dans ce cas-là dans l'intervalle [5,9% ; 6,6%]). Dans ce scénario-là, étant donné un éventuel ralentissement économique, le taux de croissance attendu devrait diminuer et osciller dans l'intervalle [2,1% ; 2,6%].

Le tableau suivant reprend les différents prix (par action) obtenus :

	Taux de croissance g										
	2,10%	2,20%	2,30%	2,40%	2,50%	2,60%	2,75%	2,80%	2,90%	3,00%	3,10%
4,80%	662,57	689,99	719,62	751,71	786,59	824,64	888,68	912,16	962,83	1019,13	1082,05
4,90%	634,57	659,94	687,26	716,77	748,74	783,49	841,67	862,91	908,58	959,06	1015,14
5,00%	608,51	632,05	657,32	684,54	713,94	745,79	798,86	818,17	859,53	905,02	955,31
5,10%	584,22	606,10	629,54	654,72	681,84	711,12	759,72	777,33	814,95	856,15	901,48
5,20%	561,50	581,89	603,69	627,04	652,13	679,14	723,80	739,92	774,27	811,75	852,80
5,30%	540,22	559,27	579,58	601,30	624,56	649,55	690,71	705,52	737,01	771,23	808,57
5,40%	520,25	538,07	557,04	577,28	598,91	622,09	660,13	673,79	702,74	734,11	768,20
5,50%	501,47	518,18	535,93	554,83	574,99	596,54	631,80	644,43	671,14	699,98	731,23
5,60%	483,77	499,46	516,11	533,80	552,63	572,71	605,48	617,18	641,89	668,49	697,23
5,70%	467,07	481,84	497,47	514,06	531,68	550,43	580,95	591,83	614,74	639,35	665,86
5,80%	451,28	465,20	479,91	495,49	512,01	529,56	558,05	568,18	589,49	612,32	636,84

Figure 13: Analyse de sensibilité

⁸¹ <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2019&locations=XC&start=1982>

⁸² <https://www.oecd.org/economy/lookingto2060long-termglobalgrowthprospects.htm#:~:text=After%20recovery%20from%20the%20current,in%20many%20high%20income%20countries>

On constate tout d'abord dans le tableau ci-dessus que (1) plus le WACC augmente, plus le prix du titre diminue, et que (2) plus le taux g augmente, plus le prix du titre augmente. Ensuite, au vu des différents scénarios, j'obtiens deux fourchettes de prix significativement différentes. D'une part, pour le scénario positif, l'intervalle de prix [622,09 ; 1082,05] est obtenu. D'autre part, pour le scénario négatif, l'intervalle [451,28 ; 679,14] est obtenu. Ainsi, l'intervalle de prix en commun est [622,09 ; 679,14]. On constate donc très clairement qu'une simple variation des deux composantes (toutes choses étant égales par ailleurs) influence grandement le prix théorique de l'action.

VI. Confrontation des différents résultats et détermination du prix cible

Les résultats obtenus grâce aux différentes valorisations effectuées sont assez différents les uns des autres, et de ce fait il semble complexe de déterminer le prix cible. La figure ci-dessous, appelée « football field », reprend les intervalles de prix obtenus grâce aux différentes méthodes de valorisations effectuées.

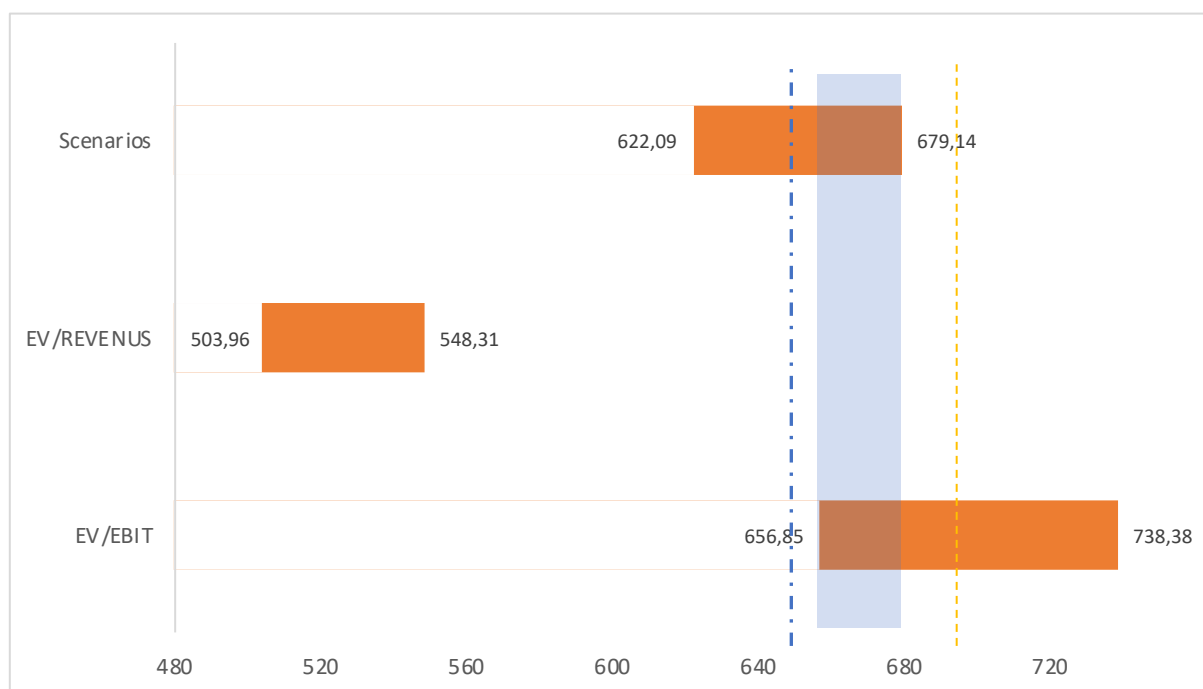


Figure 14: Football Field

Cette figure met également en avant l'intervalle de prix final concernant l'action de LVMH, qui est [656,85 ; 679,14] (rectangle bleu). La ligne pointillée bleue indique le prix de marché de l'action au 26 mai, qui est de 639,6€ (Yahoo Finance), et la ligne pointillée jaune indique quant à elle la valeur obtenue lors de la valorisation par la méthode DCF (690,71€). Ainsi, de cet intervalle final une **recommandation d'achat** est émise, et le prix théorique cible est de

668€ (moyenne de l'intervalle final). Ceci concorde bien avec les recommandations émises par des professionnels du milieu. Tout d'abord, grâce à la fonction ANR sur Bloomberg - utilisée pour afficher une liste comprenant les recommandations d'analystes - on observe que le prix cible moyen des analystes en mai 2021 est de **688,79€** et que 70% de ces analystes recommandent l'achat de l'action (cf. annexe 17). La note de consensus, qui se calcule sur une note de 1 à 5 (où 5 signifie qu'il faut absolument acheter et 1 qu'il faut absolument vendre), est de 4,17.

À titre informatif, le prix cible annoncé - le 21 avril 2021 - par Chiara Battistini (JPMorgan) est de **685€** au 31 décembre 2021. Une première estimation avait été émise en janvier 2021, avec un prix cible de **625€**. Cependant, au vu des résultats prometteurs obtenus par le groupe au premier trimestre de cette année, ainsi que de l'amélioration du contexte sanitaire actuel, ce prix cible a été revu à la hausse. Dans son rapport, Chiara Battistini estime également que l'action est actuellement « overweighted », signifiant que le cours de l'action de la société devrait - selon elle - performer davantage à l'avenir⁸³.

Au travers de ces différents prix cibles cités et des quelques recommandations émises, on constate donc la légitimité de la recommandation à l'achat que j'ai décidé d'émettre.

⁸³ <https://www.investopedia.com/ask/answers/050115/why-do-analysts-sometimes-give-overweight-recommendation-stock.asp>

VII. Conclusion et recommandation

Ce rapport d'analyse avait pour objectif d'émettre une recommandation d'investissement (d'achat ou de vente) sur base de différentes méthodes de valorisations effectuées mais également, sur base du contexte socio-économique de l'entreprise LVMH.

Au préalable, avant de réaliser les différentes valorisations, il semblait important d'introduire le métier d'analyste financier, qui a énormément évolué à travers le temps. Pour rappel, les analystes ont pour objectif d'évaluer la valeur d'une entreprise et de son prix d'action, de la manière la plus précise possible. Pour y arriver, ils font appel à différentes méthodes appropriées, tout en tenant compte de différents facteurs internes et externes à l'entreprise cible.

Ensuite, afin de réaliser la valorisation la plus fiable et la plus crédible possible, il semblait également nécessaire d'analyser de manière approfondie l'entreprise en elle-même, ainsi que le secteur d'activité de cette dernière. Étant donné la complexité du groupe étudié, il paraissait plus judicieux de premièrement segmenter l'entreprise par sous-secteur et ainsi considérer chacun de ces sous-segments comme une entité indépendante. Deuxièmement, étant données les dynamiques différentes au sein des principaux marchés de LVMH (asiatique, européen et américain), il était nécessaire de les analyser de manière individuelle. L'enjeu de cette double segmentation, via une analyse SWOT, était établir des hypothèses crédibles, permettant ainsi des valorisations fiables.

Une fois les sous-secteurs analysés de manières détaillées et les hypothèses de croissances expliquées, la valorisation du groupe LVMH a pu être effectuée. Tout d'abord, un prix théorique a été obtenu grâce à la méthode des flux de trésorerie actualisés. Cette méthode s'appuie sur données historiques du groupe, récoltées soit grâce Bloomberg, soit grâce aux rapports financiers annuels publiés par le groupe. Par la suite, j'ai eu recours à la méthode de valorisation par les sociétés paires. Au cours de cette méthode, j'ai comparé chaque segment de LVMH avec plusieurs entreprises du même secteur d'activité, grâce à 2 multiples différents (EV/EBIT et EV/REVENUS).

Enfin, afin d'arriver à une recommandation d'achat fiable et pertinente, une analyse de sensibilité a été réalisée. Celle-ci m'a permis d'obtenir un intervalle de valeurs de **[656,85 ; 679,14]**, de laquelle un prix cible de **668€** a été établi.

VIII. Bibliographie

- Abor, J. and Bokpin, G.A. (2010), "Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 27 No. 3, pp. 180-194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>
- AWP/AFP. (2020, Juillet 30). Covid-19, ou quand le secteur du luxe perd de son éclat. Bilan Suisse. Consulté à l'adresse <https://www.bilan.ch/luxe/covid-19-ou-quand-le-secteur-du-luxe-perd-de-son-eclat>
- Aitken, D. (Avril 2021). LVMH Earnings Timeline. *Bloomberg Intelligence*.
- Aitken, D. (Avril 2021). LVMH Research. *Bloomberg Intelligence*.
- Aitken, D. (Avril 2021). Luxury Goods Performance & Valuations 1Q21. *Bloomberg Intelligence*.
- Battistini, C. (2021, Mars). LVMH top idea - Q1 21E sales preview. *Europe equity research - JPMorgan Cazenove*. Disponible sur Bloomberg.
- Becker, Kip & Lee, Jung Wan & Nobre, Helena. (2018). The Concept of Luxury Brands and the Relationship between Consumer and Luxury Brands. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 5. 51-63. 10.13106/jafeb.2018.vol5.no3.51.
- Benjamin G. Voyer and Daisy Beckham (2014) , "Can Sustainability Be Luxurious? a Mixed-Method Investigation of Implicit and Explicit Attitudes Towards Sustainable Luxury Consumption", in *NA - Advances in Consumer Research Volume 42*, eds. June Cotte and Stacy Wood, Duluth, MN : Association for Consumer Research, Pages: 245-250
- Boni, L., & Womack, K. (2006). Analysts, Industries, and Price Momentum. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 85-109. Retrieved May 3, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/27647237>
- BRETON, G., & SCHAT, A. (2000). Rôle et caractérisation de l'analyse financière. *Revue D'économie Financière*, (59), 147-162. Retrieved May 2, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/42905178>
- Brun, A. & Karaosman, H. (2020). Sustainability in the Luxury Fashion Supply Chain: Millennials' Perception. *Marché et organisations*, 1(1), 99-121. <https://doi.org/10.3917/maorg.037.0099>
- Buettner, T., Coscelli, A., Vergé, T., and Winter, R.A., "An Economic Analysis of the Use of Selective Distribution by Luxury Goods Suppliers" (2009) 5 *European Competition Journal* 201.
- Buettner, Thomas & Coscelli, Andrea & Vergé, Thibaud & Winter, Ralph. (2009). Selective Distribution by Luxury Goods Suppliers: A Response to Kinsella et al. *European Competition Journal*. 5. 613-621. 10.5235/ecj.v5n2.613.
- Bundgaard, Anja & Huulgaard, Rikke. (2019). Luxury products for the circular economy? A case study of Bang & Olufsen. *Business Strategy and the Environment*. 28. 10.1002/bse.2274.
- Coupry, F. & Minet, M. (2019, Novembre 29). Le marché mondial des produits personnels de luxe affiche une croissance de 4% en 2019, à 281 milliards d'euros. *Bain & Company*. Consulté à l'adresse : <https://www.bain.com/fr/a-propos-de-bain/media-center/communiqués-de-presse/france/2019/le-marche-mondial-des-produits-personnels-de-luxe-affiche-une-croissance-de-4-en-2019-a-281-milliards-deuros/>

Coupry, F. & Minet, M. (2020, novembre 17). La crise de la covid-19 entraîne la plus forte baisse jamais connue par le secteur du luxe, mais permet d'accélérer sa transformation. *Bain & Company*. Consulté à l'adresse : <https://www.bain.com/fr/a-propos-de-bain/media-center/communiqués-de-presse/france/2020/la-crise-de-la-covid-19-entraîne-la-plus-forte-baisse-jamais-connue-par-le-secteur-du-luxe-mais-permet-daccelerer-sa-transformation/>

Danzinger, P. N. (2019). Meet the HENRYs: The Millennials that matter most for luxury brands. Ithaca, NY: Paramount Market Publishing.

Eisend, M. (2008). Explaining the Impact of Scarcity Appeals in Advertising: The Mediating Role of Perceptions of Susceptibility. *Journal of Advertising*, 37(3), 33-40. Retrieved May 15, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/20460853>

Graham, B., & Dodd, D. L. (1951). Security analysis: Principles and technique. New York: McGraw-Hill.

Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D., (2015). Valuation; Measuring and managing the value of companies. McKinsey & Company (7th Edition).

Gordon, M. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37-51. doi:10.2307/1926621

Guercini, S., Ranfagni, S. and Runfola, A. (2020), "E-commerce internationalization for top luxury fashion brands: some emerging strategic issues", *Journal of Management Development*, Vol. 39 No. 4, pp. 423-436. <https://doi.org/10.1108/JMD-10-2019-0434>

Jiang, M., Gao, D.-G., Huang, R., DeWall, C.N. and Zhou, X. (2014), Luxury brands. *Asian Journal of Social Psychology*, 17: 245-254. <https://doi.org/10.1111/ajsp.12069>

Kinsella Obe, S., Melin, H., Schropp, S., (2009) Comments on the CRA Paper Entitled "An Economic Analysis of the Use of Selective Distribution by Luxury Goods Suppliers". *European Competition Journal* 5:1, pages 227-260.

Lerner, E. (1963). *The Journal of Finance*, 18(4), 701-702. doi:10.2307/2977204

Leibowitz, M. (1997). Franchise Margins and the Sales-Driven Franchise Value. *Financial Analysts Journal*, 53(6), 43-53. Retrieved May 26, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/4480039>

Li Guo, Frank Weikai Li, K.C. John Wei, Security analysts and capital market anomalies, *Journal of Financial Economics*, Volume 137, Issue 1, 2020, Pages 204-230, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.01.002>.

LVMH. (2020, décembre 31). Documents financiers – 31 décembre 2020, Consulté à l'adresse https://r.lvmh-static.com/uploads/2021/01/documents-financiers-2020_vf.pdf

LVMH. (2020, décembre 31). Financial document –2020, December 31 , Consulté à l'adresse : https://r.lvmh-static.com/uploads/2021/01/documents-financiers-2020_va_v2.pdf

LVMH. (2021, Janvier 7). LVMH finalise l'acquisition de Tiffany & Co. Consulté à l'adresse : <https://www.lvmh.fr/actualites-documents/communiqués/lvmh-finalise-lacquisition-de-tiffany-and-co/>

LVMH. (2021, Janvier 26). LVMH – Résultat annuel 2020, Consulté à l'adresse <https://r.lvmh-static.com/uploads/2021/01/lvmh-fy-2020-vf.pdf>

Mark Kamstra, 2003. "**Pricing firms on the basis of fundamentals**," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, vol. 88(Q1), pages 49-70.

Medina, A. (2020, Mai 07). Global personal luxury goods market set to contract between 20 - 35 percent in 2020. *Bain & Company*. Consulté à l'adresse <https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/2020/spring-luxury-report/>

Medina, A. (2020, Novembre 18). Covid-19 crisis pushes luxury to sharpest fall ever but catalyses industry's ability to transform. *Bain & Company*. Consulté à l'adresse <https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/2020/spring-luxury-report/>

Nash, J., Ginger, C., & Cartier, L. (2016). The Sustainable Luxury Contradiction: Evidence from a Consumer Study of Marine-cultured Pearl Jewellery. *The Journal of Corporate Citizenship*, (63), 73-95. Retrieved May 15, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/90003778>

Ono, A., Eguro, Y., Narisawa, T., Nomura, N., Sato, T., Sato, Y., Shibamoto, Y., & Yoshida, S. (2020). Is the Effect of Luxury Advertising on Consumer Evaluations of Fashion Brands Positive or Negative? *International Journal of Advertising*, 39(6), 843-857. <https://doi.org/10.1080/02650487.2020.1729062>

Pearl, J. & Rosenbaum, J., (2009). *Investment banking : valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions.*

Saravanan, P. (2018, Mars 13). Company fundamentals: When negative working capital is not a bad thing. *Financial Express*. Consulté à l'adresse <https://www.financialexpress.com/money/company-fundamentals-when-negative-working-capital-is-not-a-bad-thing/1096310/>

Shen, B., Xu, X., and Yuan, Q. "Demand Learning Through Social Media Exposure in the Luxury Fashion Industry: See Now Buy Now Versus See Now Buy Later," in *IEEE Transactions on Engineering Management* (2020)

Trends Magazine. (2020, Mai 12). L'industrie du luxe devrait connaître un retour à la normale seulement d'ici 2022. *Trends Magazine*. Consulté à l'adresse <https://www.trends.fr/lindustrie-du-luxe-devrait-connaître-un-retour-a-la-normale-seulement-dici-2022-104899/>

Tuovila, A. (2020, Janvier 29). Cash Flow. *Investopedia*. Consulté à l'adresse <https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/2020/spring-luxury-report/>

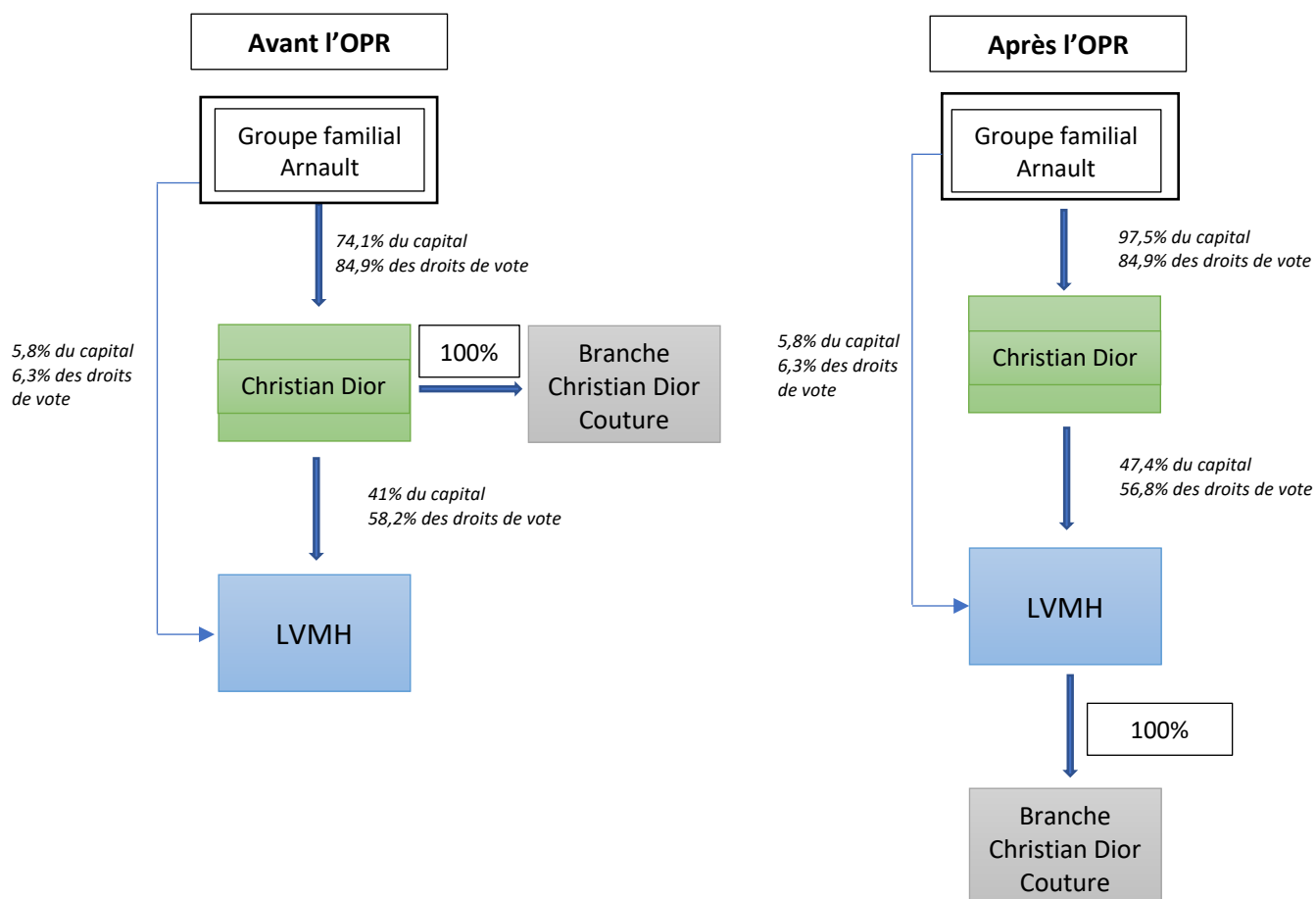
Vaileanu Paun, I., Le luxe : une valeur éminemment territorialisée : Une lecture de l'économie de la fonctionnalité du business modèle du luxe par rapport aux enjeux développement durable. Le cas de la filière mode et luxe en France. LUXE et CONTREFACON: enjeux, défis et perspectives, Jun 2011, Geneve, Suisse. halshs-00634053

Yahoo Finance. (2021, Février 12). LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton, Société Européenne (MC.PA). Consulté à l'adresse <https://finance.yahoo.com/quote/MC.PA?p=MC.PA>

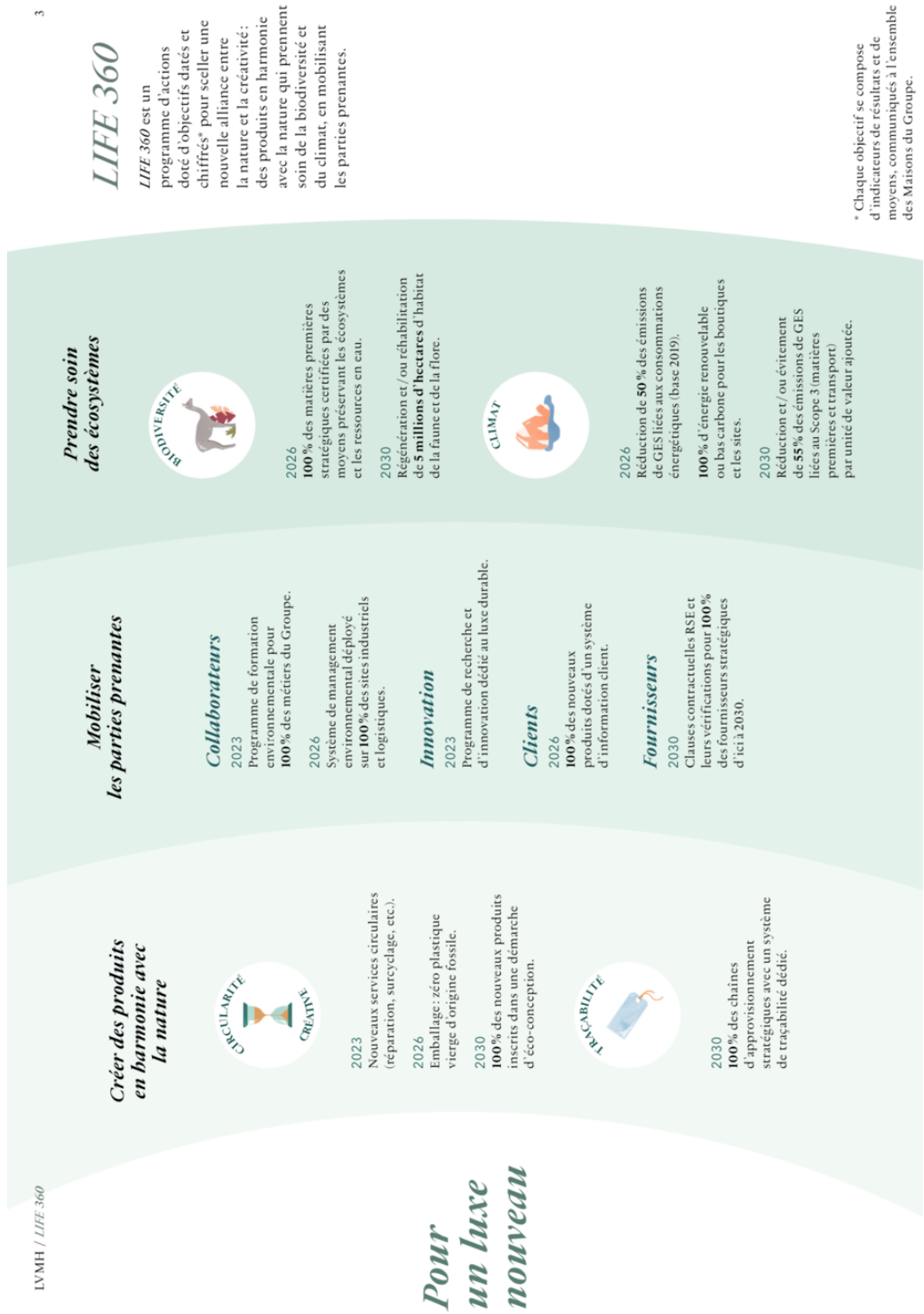
ZoneBourse. (2021, Février 19). LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton SE (MC). Consulté à l'adresse <https://www.zonebourse.com/cours/action/LVMH-MOET-HENNESSY-LOUI-4669/fondamentaux/>

IX. Annexes

Annexe 1 : Structure détaillée du groupe LVMH



Annexe 2 : Description du programme LIFE 360 (LVMH, 2021)



Annexe 3 : Critères ESG dans lesquels le groupe LVMH est engagé (LVMH,2021)



Annexe 3 : Évolution des ventes par régions pour 2020 (Source : LVMH)

ÉVOLUTION DES VENTES PAR RÉGION

Variation organique par rapport à la même période de 2019	S1 2020	T3 2020	T4 2020	2020
ÉTATS-UNIS	- 24%	- 4%	- 2%	- 13%
JAPON	- 32%	- 17 %	+ 5%	- 19%
ASIE (HORS JAPON)	- 24%	+ 13%	+ 21%	- 4%
EUROPE	- 33%	- 24%	- 24%	- 28%

Annexe 4 : Extrait du compte de résultat au 31 décembre 2020 (Source : LVMH, 2021)

<i>(en millions d'euros)</i>	2020	2019	2018 ^(a)
Résultat opérationnel courant	8 305	11 504	10 003
Autres produits et charges opérationnels	(333)	(231)	(126)
Résultat opérationnel	7 972	11 273	9 877
Résultat financier	(608)	(559)	(388)
Impôts sur les bénéfices	(2 409)	(2 932)	(2 499)
Résultat net avant part des minoritaires	4 955	7 782	6 990
Part des minoritaires	(253)	(611)	(636)
Résultat net, part du Groupe	4 702	7 171	6 354

Annexe 5 : Répartition des ventes par zone géographique entre 2020 et 2018 (Source : LVMH, 2021)

<i>(en pourcentage)</i>	2020	2019	2018
France	8	9	10
Europe (hors France)	16	19	19
États-Unis	24	24	24
Japon	7	7	7
Asie (hors Japon)	34	30	29
Autres marchés	11	11	11
Total	100	100	100

In Millions of EUR	FY 2016		FY 2017		FY 2018		FY 2019		FY 2020	
Revenue	37 600,0	100,0%	42 636,0	100,0%	46 826,0	100,0%	53 670,0	100,0%	44 651,0	100,0%
Asia (Excl. Japan)	9 922,0	26,4%	11 939,0	28,0%	13 579,5	29,0%	16 189,0	30,2%	15 366,0	34,4%
United States	10 004,0	26,6%	10 658,1	25,0%	11 238,2	24,0%	12 613,0	23,5%	10 647,0	23,8%
Europe (Excl. FR)	6 825,0	18,2%	8 100,8	19,0%	8 896,9	19,0%	10 203,0	19,0%	7 337,0	16,4%
Rest of the World	4 408,0	11,7%	4 690,0	11,0%	5 150,9	11,0%	6 062,0	11,3%	4 804,0	10,8%
France	3 745,0	10,0%	4 263,6	10,0%	4 682,6	10,0%	4 725,0	8,8%	3 333,0	7,5%
Japan	2 696,0	7,2%	2 984,5	7,0%	3 277,8	7,0%	3 878,0	7,2%	3 164,0	7,1%

Annexe 6 : Ventes par groupe d'activités entre 2020 et 2018 (Source : LVMH, 2021)

<i>(en millions d'euros)</i>	2020	2019	2018
Vins et Spiritueux	4 755	5 576	5 143
Mode et Maroquinerie	21 207	22 237	18 455
Parfums et Cosmétiques	5 248	6 835	6 092
Montres et Joaillerie	3 356	4 405	4 123
Distribution sélective	10 155	14 791	13 646
Autres activités et éliminations	(70)	(174)	(633)
Total	44 651	53 670	46 826

Annexe 7 : Revenus annuel par segment

en Millions d'EUR	2016		2019		2020	
Revenus totaux	37 600,0	100,0%	53 670,0	100,0%	44 651,0	100,0%
Mode et Maroquinerie	12 775,0	33,6%	22 237,0	41,3%	21 207,0	47,4%
Distribution sélective	11 973,0	31,5%	14 791,0	27,5%	10 155,0	22,7%
Parfums et Cosmétiques	4 953,0	13,0%	6 835,0	12,7%	5 248,0	11,7%
Vins et Spiritueux	4 835,0	12,7%	5 576,0	10,4%	4 755,0	10,6%
<i>Cognac et Spiritueux</i>	2 547,0	6,7%	3 069,0	5,7%	2 636,0	5,9%
<i>Champagne et Vins</i>	2 288,0	6,0%	2 507,0	4,7%	2 119,0	4,7%
Montres et Joaillerie	3 468,0	9,1%	4 405,0	8,2%	3 356,0	7,5%
Autres activités	-404,0		-174,0		-70,0	

Annexe 9 : Croissance annuelle des revenus par segment

Revenue Growth %	FY 2016	FY 2019	FY 2020
Fashion and Leather Goods	3,00	20,00	-5,00
Wines and Spirits	5,00	8,00	-15,00
<i>Cognac and Spirits</i>	7,00	10,63	-14,00
<i>Champagne and Wines</i>	3,00	5,83	-15,00
Perfumes and Cosmetics	6,00	12,00	-23,00
Watches and Jewelry	5,00	7,00	-24,00
Selective Retailing	7,00	8,00	-31,00

Annexe 10 : Variation du besoin en fonds de roulement entre 2020 et 2018

(en millions d'euros)	Notes	2020	2019	2018
Variation des stocks et en-cours	11	(562)	(1 604)	(1 722)
Variations des créances clients et comptes rattachés	12	528	(121)	(179)
Variation des soldes clients créditeurs	22	(10)	9	8
Variation des dettes fournisseurs et comptes rattachés	22	(559)	463	715
Variation des autres créances et dettes		237	98	91
Variation du besoin en fonds de roulement ^(a)		(367)	(1 154)	(1 087)

(a) Augmentation/(Diminution) de la trésorerie.

Annexe 11 : Tableau de la variation de trésorerie consolidée

(en millions d'euros)	Notes	2020	2019	2018 ^(a)
I. OPÉRATIONS D'EXPLOITATION				
Résultat opérationnel		7 972	11 273	9 877
Part dans le résultat et dividendes reçus des sociétés mises en équivalence	8	64	(10)	5
Dotations nettes aux amortissements et provisions		3 478	2 700	2 302
Amortissement des droits d'utilisation	7.1	2 572	2 408	-
Autres retraitements et charges calculées		(89)	(266)	(219)
Capacité d'autofinancement		13 997	16 105	11 965
Coût de la dette financière nette : intérêts payés		(58)	(124)	(113)
Dettes locatives : intérêts payés		(290)	(239)	-
Impôt payé		(2 385)	(2 940)	(2 275)
Variation du besoin en fonds de roulement	15.2	(367)	(1 154)	(1 087)
Variation de la trésorerie issue des opérations d'exploitation		10 897	11 648	8 490
II. OPÉRATIONS D'INVESTISSEMENT				
Investissements d'exploitation	15.3	(2 478)	(3 294)	(3 038)
Incidences des acquisitions et cessions de titres consolidés		(536)	(2 478)	(17)
Dividendes reçus		12	8	18
Impôt payé relatif aux investissements financiers et aux titres consolidés		-	(1)	(2)
Investissements financiers nets des cessions	9	63	(104)	(400)
Variation de la trésorerie issue des opérations d'investissements		(2 939)	(5 869)	(3 439)
III. OPÉRATIONS DE FINANCEMENT				
Dividendes et acomptes versés	15.4	(2 799)	(3 678)	(3 090)
Acquisitions et cessions d'intérêts minoritaires		(67)	(21)	(236)
Autres opérations en capital	15.4	27	54	(205)
Emissions ou souscriptions d'emprunts et dettes financières	19	17 499	2 837	1 529
Remboursements d'emprunts et dettes financières	19	(5 024)	(1 810)	(2 174)
Remboursements des dettes locatives	7.2	(2 302)	(2 187)	-
Acquisitions et cessions de placements financiers	14	69	71	(147)
Variation de la trésorerie issue des opérations de financement		7 403	(4 734)	(4 323)
IV. INCIDENCE DES ECARTS DE CONVERSION		(1 052)	39	67
VARIATION NETTE DE LA TRÉSORERIE (I+II+III+IV)		14 309	1 084	795
TRESORERIE NETTE A L'OUVERTURE	15.1	5 497	4 413	3 618
TRESORERIE NETTE A LA CLOTURE	15.1	19 806	5 497	4 413
TOTAL DE L'IMPÔT PAYÉ		(2 501)	(3 070)	(2 314)

(a) Les états financiers au 31 décembre 2018 n'ont pas été retraités des effets de l'application d'IFRS 16 Contrats de location. Voir Note 1.2 de l'annexe aux comptes consolidés 2019 concernant les effets de l'application d'IFRS 16.

Annexe 12 : Multiples des différentes entreprises, par sous-secteur

Mode et Maroquinerie

Company	EV/EBIT	EV/REV
LVMH	15,7	8,3
Kering	29,7	7,3
Hermès	40,1	13,8
Burberry	19,11	3,2
Ferragamo	32,9	2,9
Prada	33,0	5,0

Distribution Sélective

Company	EV/EBIT	EV/REV
LVMH	8,0	0,3

Parfums et Cosmétiques

Company	EV/EBIT	EV/REV
LVMH	67,52	1,93
L'oréal	34,98	6,60
Estee Lauder	37,50	6,97

Vins et Spiritueux

Company	EV/EBIT	EV/REV
LVMH	17,7	7,4
Kweichow 21	35,7	24,6
Laurent Perrier 21	25,4	4,3
Cointreau 21	39,1	8,9

Montre et Joaillerie

Name	EV/EBITDA	EV/Rev
LVMH	35,2	3,7
Richemont	19,1	4,8
Pandora	16,6	3,9
Chow Tai	21,2	2,4
	6,6	0,5

Autres activités

Name	EV/EBIT	EV/Rev
LVMH	29,2	0,3

Annexe 13 : Valeur estimée de chacun des sous-secteur

Mode et Maroquinerie

EV/EBIT					
Year	EBITDA	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	10 322,0	28,42	31,30	293 371,43	323 078,60
EV/REVENUES					
Year	Revenue	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	29 270,0	6,74	6,15	197 395,55	179 864,15

Distribution selective

EV/EBITDA					
Year	EBITDA	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	432,0	8,00	8,00	3456	3456
EV/REVENU					
Year	Revenue	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	11 467,00	0,30	0,30	3440,1	3440,1

Montre et Joaillerie

EV/EBITDA					
Year	EBITDA	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	1 283,0	19,75	19,09	25342,4097	24495,7866
EV/REVENUES					
Year	Revenue	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	8 156,0	3,05	3,70	24893,2764	30137,7826

Vins et spiritueux

EV/EBIT					
Year	EBITDA	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	1 913,0	29,47	30,57	56 380,71	58 480,41
EV/REVENUES					
Year	Revenue	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	6 108,0	11,28	8,13	68 924,19	49 648,87

Parfums et cosmétiques

EV/EBITDA					
Year	EBITDA	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	526,0	46,67	37,50	24546,654	19725
EV/REVENU					
Year	Revenue	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	6 414,0	5,17	6,60	33131,2554	42332,4

Autres activités

EV/EBIT					
Year	EBITDA	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	-706,0	29,20	8,00	-20615,2	-5648
EV/REVENU					
Year	Revenue	MULTIPLE		EV	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
2020	-109,0	0,30	0,30	-32,7	-32,7

Annexe 14 : Calcul du WACC

Le WACC montre la relation entre les composantes

- Du capital
- De la dette
- Des fonds propres (Equity)

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Avec :

E = Valeur du capital

D = Valeur de la dette

R_E = Coût du capital

R_D = Coût de la dette

T = Taux de taxation

Structure financière

Market Cap	331 676,00
ST debt	12 801,00
LT debt	24 730,00
TOTAL DEBT	37 531,00
Poids du capital	89,8%
Poids de la dette	10,2%

Coût du Capital

Risk Free Rate	0,180%
Bêta	0,94
Market Risk Premium	11,59%
Coût du Capital (Re)	10,91%

Coût de la dette

Tax Rate	32,71%
(1-Tax Rate)	67,29%
ST Debt / Total Debt	0,34
Note Rate	0,05%
Note Rate x ST Debt/Total Debt	0,02%
LT Debt/Total Debt	0,66
Bond Rate	0,18%
Bond Rate x LT Debt/Total Debt	0,12%
DEBT ADJ FACTOR	1,24
Rd x (1-Tax Rate)	0,113%

WACC (Bloomberg)

Poids du capital	89,8%
Re	10,9%
Poids de la dette	10,2%
Rd x (1-Tax Rate)	0,113%
WACC	9,8%

Structure financière (En MILLIONS)

Market Cap	331 676,00
Dette Financière à CT	12 801,00
Dette Financière à LT	24 730,00
Dettes financières totales	37 531,00
Poids du capital	89,83%
Poids de la dette	10,17%

Coût du Capital

Risk Free Rate	0,180%
Bêta	0,98
Market Risk Premium	6,04%
Coût du Capital (Re)	5,92%

Coût total de la dette

Tax Rate	32,71%
(1-Tax Rate)	67,29%
ST Debt / Total Debt	0,34
Note Rate	0,05%
Note Rate x ST Debt/Total Debt	0,02%
LT Debt/Total Debt	0,66
Taux Obligataire	0,28%
Taux obligataire x LT Debt/Total Debt	0,18%
Côut de la dette avant impot (Rd)	0,20%
Rd x (1-Tax Rate)	0,136%

WACC

Poids du capital	89,8%
Re	5,9%
Poids de la dette	10,17%
Rd x (1-Tax Rate)	0,136%
WACC	5,3%

Annexe 15 : Projection du CAPEX et des D&A

In Millions	2016	2017	2018	2019	2020	Moyenne ratios
Capex	2265,00	2276,00	3038,00	3294,00	2478,00	
ratio capex to sales	6,02%	5,34%	6,49%	6,14%	5,55%	6,00%
D&A	1622,00	1822,00	1960,00	4519,00	5003,00	
ratio D&A to capex	72%	80%	65%	137%	202%	72,06%

In Millions	2021	2022	2023	2024	2025
Capex	3 692,81	4 127,41	4 593,94	5 081,87	5 611,70
ratio capex to sales					
D&A	2 661,05	2 974,21	3 310,40	3 662,00	4 043,80
ratio D&A to capex					

Annexe 16: Projection des Free Cash-Flow futurs (2021-2025)

In Millions	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR ('16-'20)
Revenu	37 600,00	42 636,00	46 826,00	53 670,00	44 651,00	9,30%
% Growth		13,39%	9,83%	14,62%	-16,80%	
COGS	13 039	14 783	15 625	18 123	15 871	
% Sales	34,68%	34,67%	33,37%	33,77%	35,54%	
Gross profit	24 561,00	27 853,00	31 201,00	35 547,00	28 780,00	9,68%
% Gross Margin	65,32%	65,33%	66,63%	66,23%	64,46%	
SG&A	17 535,00	19 560,00	21 198,00	24 071,00	20 475,00	3,95%
SG&A expense ratio						
Earnings from operations	7 026,00	8 293,00	10 003,00	11 476,00	8 305,00	13,05%
Other income expenses	122,00	180,00	126,00	231,00	333,00	
D&A	1 622,00	1 822,00	1 960,00	4 519,00	5 003,00	
D&A/Revenu	4,31%	4,27%	4,19%	8,42%	11,20%	
	1,74%	2,17%	1,26%	2,01%	4,01%	
EBIT - Operating profit	6 904,00	8 113,00	9 877,00	11 245,00	7 972,00	
Intérêts	318,00	59,00	388,00	559,00	608,00	
EBT	6 586,00	8 054,00	9 489,00	10 686,00	7 364,00	
Taxes	2 133,00	2 214,00	2 499,00	2 932,00	2 409,00	
Taux de taxation	32,4%	27,5%	26,3%	27,4%	32,7%	29,3%
Net Operating Profit after Taxes	4 453,00	5 840,00	6 990,00	7 754,00	4 955,00	

In Millions	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR ('21-'25)
Revenu	61 578,96	68 825,94	76 605,63	84 741,97	93 577,11	11,03%
%Growth	0,38	0,12	0,11	0,11	0,10	
COGS	21 186,98	23 680,39	26 357,09	29 156,49	32 196,33	
% Sales	34,41%	34,41%	34,41%	34,41%	34,41%	
Gross Profit	40 391,98	45 145,55	50 248,54	55 585,48	61 380,78	11,03%
Gross Margin	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	
SG&A	26 055,01	28 202,55	30 527,09	33 043,23	35 766,76	
EBITDA	14 336,97	16 943,00	19 721,45	22 542,25	25 614,02	15,61%
	198,40	198,40	198,40	198,40	198,40	
D&A	2 661,05	2 974,21	3 310,40	3 662,00	4 043,80	
% Sales	4,32%	4,32%	4,32%	4,32%	4,32%	
EBIT	11 675,92	13 968,79	16 411,05	18 880,24	21 570,22	16,58%
Taxes (-)	3 417,85	4 089,03	4 803,94	5 526,74	6 314,17	
D&A (+)	2 661,05	2 974,21	3 310,40	3 662,00	4 043,80	
Capex (-)	3692,81	4127,41	4593,94	5081,87	5611,70	
ΔWCR (-)	2975,06	1622,07	1741,31	1821,14	1977,55	
UNLEVERED	4 251,25	7 104,49	8 582,26	10 112,50	11 710,61	28,83%

Annexe 17: Estimation du besoin en fond de roulement pour la période 2021-2025

In thousands	2016	2017	2018	2019	2020	
A/R	2 685,00	2 736,00	3 222,00	3 450,00	2 756,00	8,716%
A/P & Accrued Liability	4 184,00	4 539,00	5 314,00	5 814,00	5 098,00	11,591%
Prepaid Ex. & Other C.A.	1 087,00	1 161,00	1 184,00	1 296,00	1 170,00	
Ratio Prepaid/Sales	2,89%	2,72%	2,53%	2,41%	2,62%	2,64%
Other C.L.	1 108,00	1 286,00	1 644,00	1 091,00	1 036,00	
Other C.L. / Sales	2,95%	3,02%	3,51%	2,03%	2,32%	2,77%
Inventory	10 546,00	10 888,00	12 485,00	13 717,00	13 016,00	
Sales	37 600,00	42 636,00	46 826,00	53 670,00	44 651,00	
COGS	13 039,00	14 783,00	15 625,00	18 123,00	15 871,00	
DSO	26	23	25	23	23	24
DIH	295	269	292	276	299	286
DPO	117	112	124	117	117	118
WCR	9 026,00	8 960,00	9 933,00	11 558,00	10 808,00	
ΔWCR		-66,00	973,00	1625,00	-750,00	

	2021	2022	2023	2024	2025
A/R	4 069,06	4 547,93	5 062,00	5 599,64	6 183,45
A/P & Accrued Liability	6 822,39	7 625,29	8 487,21	9 388,65	10 367,50
Prepaid Ex. & Other C.A.	1 622,93	1 813,92	2 018,96	2 233,39	2 466,24
Other C.L.	1 702,89	1 903,30	2 118,44	2 343,44	2 587,77
Inventory	16 616,36	18 571,88	20 671,13	22 866,63	25 250,69
WCR	13 783,06	15 405,13	17 146,44	18 967,57	20 945,12
ΔWCR	2 975,06	1 622,07	1 741,31	1 821,14	1 977,55

Annexe 18: Recommandation d'analyste Bloomberg + Target price

Buys	69%	Consensus Rating	4,171
Holds	20%	Total Buy Recommendations	24
Sells	11%	Total Hold Recommendations	7
Last Price	584,3	Total Sell Recommendations	4
LTM Return	0,699	Best Target Price	584,806

*Annexe 19: Taux de croissance hypothétiques, par segment et par zone géographique
(entre 2021 et 2025)*

Figure15 Mode et Maroquinerie

	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2022	2023	2024	2025
	TAUX DE CROISSANCES ESTIMÉS						
France	2,00%	2,50%	5,00%	10,00%	9,00%	8,00%	8,00%
Europe (Excluding France)	2,50%	2,50%	2,00%	11,00%	10,00%	9,00%	9,00%
United States	3,00%	3,00%	2,50%	13,00%	12,50%	12,00%	12,00%
Japan	5,00%	5,00%	5,00%	13,00%	12,00%	11,00%	11,00%
Asia (Excluding Japan)	7,50%	5,00%	5,00%	14,00%	13,50%	13,00%	13,00%
Rest of the World	3,00%	3,00%	2,00%	12,00%	13,00%	12,00%	12,00%

Figure16. Distribution sélective

	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2022	2023	2024	2025
	TAUX DE CROISSANCES ESTIMÉS						
France	5,0%	10,0%	10,0%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%
Europe (Excluding France)	5,0%	10,0%	10,0%	12,00%	11,00%	10,00%	10,00%
United States	10,0%	12,5%	15,0%	20,00%	15,00%	7,50%	5,00%
Japan	15,0%	20,0%	25,0%	75,00%	50,00%	25,00%	25,00%
Asia (Excluding Japan)	15,0%	25,0%	30,0%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%
Rest of the World	15,0%	20,0%	25,0%	20,00%	15,00%	12,50%	12,50%

Figure17. Parfums et Cosmétiques

	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2022	2023	2024	2025
	TAUX DE CROISSANCES ESTIMÉS						
France	10,0%	12,5%	15,0%	5,00%	4,50%	4,00%	4,00%
Europe (Excluding France)	10,0%	12,5%	10,0%	4,00%	3,50%	3,00%	3,00%
United States	15,0%	15,0%	12,5%	5,00%	5,50%	5,50%	6,00%
Japan	12,5%	12,5%	10,0%	12,00%	12,50%	13,00%	14,00%
Asia (Excluding Japan)	15,0%	12,5%	10,0%	20,00%	22,00%	22,50%	22,50%
Rest of the World	10,0%	12,5%	15,0%	6,00%	6,50%	6,50%	7,00%

4. Vins et spiritueux

	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2022	2023	2024	2025
	TAUX DE CROISSANCES ESTIMÉS						
France	0,50%	1,00%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	2,50%
Europe (Excluding France)	1,50%	2,00%	2,00%	3,50%	4,00%	4,00%	4,50%
United States	2,00%	2,50%	3,00%	7,50%	8,00%	9,00%	9,00%
Japan	1,50%	3,00%	4,00%	7,00%	7,50%	7,50%	8,00%
Asia (Excluding Japan)	3,00%	4,00%	5,00%	7,50%	8,00%	9,00%	10,00%
Rest of the World	0,50%	1,00%	2,00%	5,00%	0,50%	0,75%	0,50%

5. Montres et Joaillerie

	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2022	2023	2024	2025
	TAUX DE CROISSANCES ESTIMÉS						
France	2,50%	3,50%	5,00%	6,00%	6,50%	6,50%	7,00%
Europe (Excluding France)	2,00%	2,50%	3,00%	2,50%	3,00%	3,00%	3,00%
United States	3,00%	5,00%	7,50%	5,00%	6,00%	6,00%	7,00%
Japan	3,00%	5,00%	7,50%	3,50%	4,00%	4,50%	4,50%
Asia (Excluding Japan)	3,00%	5,00%	7,50%	6,00%	7,50%	8,00%	8,00%
Rest of the World	1,50%	2,00%	2,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,00%

*Annexe 20: Revenus estimés par zone géographique et par segment
(entre 2021 et 2025)*

Figure18 Mode et Maroquinerie

FORECAST								
Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022	2023	2024	2025
6 738,0	7 062,4	7 337,0	7 859,0	28 996,4	32 705,9	36 720,3	40 975,9	45 734,6
336,9	343,6	352,2	616,4	1 649,2	1 814,1	1 977,4	2 135,5	2 306,4
1 212,8	1 243,2	1 274,2	1 299,7	5 030,0	5 583,3	6 141,6	6 694,3	7 296,8
1 280,2	1 318,6	1 358,2	1 392,1	5 349,2	6 044,6	6 800,1	7 616,2	8 530,1
673,8	707,5	742,9	780,0	2 904,2	3 281,7	3 675,5	4 079,8	4 528,6
2 627,8	2 824,9	2 966,2	3 114,5	11 533,3	13 148,0	14 923,0	16 863,0	19 055,2
606,4	624,6	643,4	656,2	2 530,6	2 834,3	3 202,7	3 587,1	4 017,5

Figure19. Distribution sélective

FORECAST								
Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022	2023	2024	2025
2 337,0	2 599,9	3 042,2	3 669,3	11 648,4	13 446,6	15 180,2	16 548,1	17 901,0
257,1	269,9	296,9	326,6	1 150,5	1 231,1	1 304,9	1 370,2	1 438,7
187,0	196,3	215,9	237,5	836,7	937,1	1 040,2	1 144,3	1 258,7
864,7	951,2	1 070,1	1 230,6	4 116,5	4 939,8	5 680,7	6 106,8	6 412,1
23,4	26,9	32,3	40,3	122,8	214,9	322,4	403,0	503,7
701,1	806,3	1 007,8	1 310,2	3 825,4	4 207,9	4 628,7	5 045,3	5 499,4
303,8	349,4	419,3	524,1	1 596,5	1 915,8	2 203,2	2 478,6	2 788,4

Figure20. Parfums et Cosmétiques

FORECAST									
Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022	2023	2024	2025	
1 550,0	1 752,7	1 978,0	2 200,2	7 480,9	8 383,6	9 518,7	10 883,4	12 532,3	
139,5	153,5	172,6	198,5	664,1	697,3	728,7	757,8	788,2	
279,0	306,9	345,3	379,8	1 311,0	1 363,4	1 411,1	1 453,4	1 497,0	
217,0	249,6	287,0	322,9	1 076,4	1 130,2	1 192,4	1 257,9	1 333,4	
77,5	87,2	98,1	107,9	370,7	415,1	467,0	527,8	601,6	
697,5	802,1	902,4	992,6	3 394,6	4 073,6	4 969,8	6 088,0	7 457,7	
139,5	153,5	172,6	198,5	664,1	704,0	749,7	798,4	854,3	

4. Vins et spiritueux

FORECAST									
Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022	2023	2024	2025	
1 510,0	1 537,6	1 575,9	1 624,3	6 247,9	6 634,8	7 045,7	7 534,0	8 084,6	
75,5	75,9	76,6	77,4	305,4	310,0	316,2	324,1	332,2	
271,8	275,9	281,4	287,0	1 116,1	1 155,2	1 201,4	1 249,4	1 305,6	
619,1	631,5	647,3	666,7	2 564,5	2 756,9	2 977,4	3 245,4	3 537,5	
90,6	92,0	94,7	98,5	375,8	402,1	432,2	464,7	501,8	
286,9	295,5	307,3	322,7	1 212,4	1 303,4	1 407,6	1 534,3	1 687,7	
166,1	166,9	168,6	172,0	673,6	707,3	710,8	716,1	719,7	

5. Montres et Joaillerie

FORECAST									
Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022	2023	2024		
1 883,0	1 932,0	2 010,9	2 130,3	7 956,2	8 311,2	8 766,7	9 281,1		
75,3	77,2	79,9	83,9	316,3	335,3	357,1	380,3		
376,6	384,1	393,7	405,5	1 560,0	1 599,0	1 647,0	1 696,4		
150,6	155,2	162,9	175,1	643,9	676,0	716,6	759,6		
226,0	232,7	244,4	262,7	965,8	999,6	1 039,6	1 086,3		
828,5	853,4	896,0	963,2	3 541,2	3 753,7	4 035,2	4 358,0		
226,0	229,3	233,9	239,8	929,0	947,6	971,3	1 000,4		

Annexe 21: Estimations de Chiara Battistini (JPMorgan)

	FY20	FY21E Old	FY21E New	% Change	FY22E Old	FY22E New	% Change	FY23E Old	FY23E New	% Change
Sales	44,651	59,273	61,305	3%	65,739	67,979	3%	71,537	73,958	3%
% Change	-17%	33%	37%		11%	11%		9%	9%	
% growth organic	-15%	27%	32%		11%	11%		9%	9%	
Profit from recurring operations	8,305	13,138	14,021	7%	15,315	16,175	6%	17,157	18,132	6%
% Change	-28%	58%	69%		17%	15%		12%	12%	
% margin	18.6%	22.2%	22.9%		23.3%	23.8%		24.0%	24.5%	
Reported EBIT	7,972	12,888	13,771	7%	15,065	15,925	6%	16,907	17,882	6%
% Change	-29%	62%	73%		17%	16%		12%	12%	
Reported EPS	9.33	16.92	18.13	7%	19.78	21.02	6%	22.34	23.75	6%
% Change	-34%	81%	94%		17%	16%		13%	13%	
Adj EPS	9.32	16.91	18.11	7%	19.76	21.00	6%	22.32	23.73	6%
% Change	-34%	81%	94%		17%	16%		13%	13%	

Source: J.P. Morgan estimates, Company data.

Key Metrics (FYE Dec)

€ in millions	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Financial Estimates				
Revenue	44,651	61,305	67,979	73,958
Adj. EBITDA	14,355	19,079	21,273	23,493
Adj. EBIT	8,305	14,021	16,175	18,132
Adj. net income	4,702	9,129	10,589	11,965
Adj. EPS	9.32	18.11	21.00	23.73
BBG EPS	8.01	15.40	17.94	20.19
Cashflow from operations	10,638	14,264	15,796	18,770
FCFF	8,569	11,727	13,034	15,756
Margins and Growth				
Revenue growth	(16.8%)	37.3%	10.9%	8.8%
Gross margin	64.5%	66.5%	66.8%	67.0%
EBITDA margin	32.1%	31.1%	31.3%	31.8%
EBIT margin	18.6%	22.9%	23.8%	24.5%
Adj. EPS growth	(34.5%)	94.2%	16.0%	13.0%
Ratios				
Adj. tax rate	32.7%	27.0%	27.0%	27.0%
Interest cover	23.6	31.9	34.5	40.7
Net debt/Equity	0.2	0.3	0.2	0.0
Net debt/EBITDA	0.5	0.8	0.5	0.1
ROCE	9.7%	15.2%	16.0%	16.3%
ROE	12.7%	22.5%	22.5%	22.0%
Valuation				
FCFF yield	2.9%	3.9%	4.3%	5.3%
Dividend yield	1.0%	1.3%	1.4%	1.5%
EV/Revenue	7.1	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA	22.0	17.0	15.0	13.2
Adj. P/E	63.8	32.9	28.3	25.1

Annexe 22: Multiples utilisés par Chiara Battistini, pour la méthode des comparables

	2021E Sales	2021E EBITA	FV/Sales	FV/EBIT	Comment	Value (€)
Consolidated businesses						
Wine & Spirits	6,108	1,913	7.0	22.3	in line with sector average	42,693
Louis Vuitton	17,766	8,261	14.1	30.4	20% premium on sector average	251,056
Other F&LG	11,504	2,061	4.2	23.5	5% premium on EV/Sales	48,519
Fashion & Leather Goods	29,270	10,322	10.2	29.0		299,576
Perfumes & Cosmetics	6,414	526	2.7	32.6	In line with HPC average	17,145
Selective Retailing	11,467	432	0.3	8.0		3,456
Watches & Jewellery	8,156	1,283	2.8	17.8	10% premium on EV/Sales	22,878
Total	61,415	14,477				385,749
Other	(109)	(706)		29.2		(20,617)
Total	61,305	13,770				365,132
Check	61,305	13,771				
Associates						40
3.5% in Tod's		3.5%				40
Minorities						(15,493)
34% in MH owned by Diageo		34.0%				(14,516)
39% DFS		39.0%				(978)
Net Debt						(4,241)
Total						345,437
Conglomerate discount						0%
Equity Value per Share (€)						345,437
Number of shares						504
Equity Value per Share (€)						685

Source: J.P. Morgan estimates, Company data.

(JPMorgan)

