

een roze bril bij nodig. Zo moet de omzetgroei ten opzichte van de laatste jaren ongeveer verdubbelen tot circa 6 procent per jaar.

En dan moet de marge klimmen naar circa 25 procent. Dat is lager dan de marge die de juwelierstak van grootste concurrent Richemont boekt (ruim 30 procent). Maar in de laatste jaren kwam Tiffany niet verder dan 19 procent, onder meer vanwege de blootstelling aan relatief goedkopere zilveren sieraden.

Al met al lijken dit behoorlijke rooskleurige aannames. Zeker gezien de beperkte samenwerkingsvoordelen die LVMH zelf zegt te zien.

EXCLUSIEF PROBLEEM

Het probleem van overnames in de industrie van exclusieve luxemerken is dat prooien – per definitie – steeds schaarser worden. Een aantal grote merken is er duidelijk over in familiehanden te willen blijven (Patek Philip en Rolex), en andere bedrijven zijn te klein om echt een verschil te maken voor een gigant als LVMH.

Het maakt één ding zo goed als zeker: het is grif betalen voor de luxebedrijven die nog wel te koop zijn.

In het laatste decennium steeg de post goodwill – kort gezegd: de (overname)premie die LVMH betaalde bovenop de waarde van de reële bezittingen van overnameprooien – van rond de 12 miljard euro in 2009 naar zo'n 43 miljard euro (als we Tiffany volledig in de boeken verwerken). Door de hoge overnamepremies slaagt LVMH er maar matig in het rendement op geïnvesteerd kapitaal te verbeteren.

Ondertussen blijft de oprichter en hoogste baas van LVMH, Bernard Arnault, optimistisch over nieuwe overnamekansen. "We zijn pas net begonnen en nog steeds klein", aldus de rijkste man van Europa. "We zijn nu nummer één, maar hebben nog een hele weg te gaan."



DURE OVERNAMES RESULTEREN IN RENDEMENTSKLOOF

> In de laatste vier decennia bouwde Bernard Arnault het bijna failliete textielbedrijf Boussac om tot 's werelds grootste luxemerkengroep bekend van de merken Louis Vuitton, Dior, Veuve Clicquot en Dom Perignon.

> Arnault kocht het in problemen verkerende Boussac in 1984 voor één franc, na zijn garantie aan de Franse staat om werkgelegenheid te behouden. Na een paar jaar snoeien en snijden – achtduizend werknemers moesten een nieuwe baan zoeken – was alleen nog het luxemerk Dior over.

> In de decennia die volgden schuwde Arnault het gebruik van slinkse tactieken niet om families en zakenpartners tegen elkaar op te zetten en uit te spelen bij het overnemen van gewilde luxemerken. Het leverde de inmiddels zeventigjarige Fransman de bijnaam "wolf in kasjmier" op.

> Eerlijk is eerlijk, door fors te investeren gedijden de meeste aangekochte merken prima onder de vleugels van LVMH. Maar in de laatste tien jaar lijkt LVMH steeds dieper in de buidel te moeten tasten bij overnames. De post met goodwill en andere aan overnames gerelateerde zachte activa explodeerde.

> In de laatste jaren steeg de winst van LVMH significant, maar doordat alle torenhoge overnamepremies terugkomen in de post geïnvesteerd kapitaal staat het rendement onder druk.

> Op basis van onze berekeningen zou de ROIC van LVMH in 2019 circa 13,5 procent bedragen als Tiffany in de boeken wordt verwerkt. Dit is nog altijd flink boven de kostenvoet van kapitaal van 7,5 procent. Maar als het effect van overnames buiten beschouwing wordt gelaten in de post geïnvesteerd kapitaal klimt het rendement naar verwachting tot boven de 35 procent in 2019.

DURE OVERNAMES BEPERKEN RENDEMENTSGROEI LVMH

