

Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

L'acquisizione di Tiffany & Co da parte di LVMH con particolare riguardo all'impatto sulle valutazioni di borsa delle due società.

Sommario

Introduzione.....	3
Capitolo I: Il Settore del lusso	4
Il prodotto di lusso e il mercato di riferimento.	4
Recente evoluzione del settore: la digitalizzazione e il Covid-19.	7
I principali attori del settore del lusso.	10
La storia dei marchi: LVMH e Tiffany & Co.	12
Posizionamento dei marchi nel settore del lusso.	15
Focus: LVMH.....	17
Focus: Tiffany & Co.....	19
Capitolo II: Profili strategici dell'operazione	22
Il segmento della gioielleria e orologeria di lusso ed il contesto dell'operazione.	22
Un momento difficile per Tiffany.	25
LVMH e la divisione gioielleria: la maison Bulgari.	25
I motivi dell'interesse di LVMH per Tiffany e Co.	27
Opportunità di consolidamento nel settore della gioielleria.....	27
Maggior espansione nel mercato statunitense e giapponese.	29
Un marchio che presenta ancora una crescita potenziale.	30
La promettente espansione in Asia e soprattutto in Cina.	32
Tiffany & Co come marchio complementare.....	33
Puntare sul lusso esperienziale.	33
Aspetti finanziari e le modifiche nei vertici della gestione di Tiffany.....	34
Il costo del finanziamento	34
I nuovi incarichi.....	34
Profili biografici.	35
Capitolo III: L'annuncio dell'operazione e le prime reazioni del mercato	36
L'offerta iniziale e il successivo rialzo.	36
Le stime degli analisti	38
Dati a consuntivo: come il deal ha favorito le due società in borsa nell'immediato.	42
Capitolo IV: La crisi da Covid determina il ripensamento di LVMH: Tiffany perde valore in borsa.44	
Il contesto del primo trimestre del 2020 ed il crollo del mercato azionario.	44
I risultati brillanti di LVMH e l'avanzata della pandemia	44
Il crollo del mercato azionario.....	46

I risultati del primo semestre di Tiffany: alti e bassi.....	49
I risultati del primo semestre di LVMH: la resilienza del leader del lusso.....	51
Le ripercussioni del clima di incertezza per Tiffany & Co.....	53
I tentativi di LVMH di rinegoziare il prezzo ed i rischi di Tiffany.....	53
Il crollo del prezzo TIF e le nuove valutazioni del mercato sull'accordo.....	54
La strategia del gruppo francese e la progressiva ripresa di Tiffany.....	57
Il rinvio dei termini di chiusura dell'accordo.....	59
Capitolo V: Dallo scontro in tribunale all'accordo definitivo.....	60
Profitti in calo per LVMH.....	60
La guerra legale ed il rischio di reputazione.....	62
I prezzi di borsa in balia dell'incertezza dell'operazione.....	64
Nuovi risultati positivi per il colosso francese.....	66
La rinegoziazione dei termini.....	71
Non per tutti un affare vincente.....	73
La chiusura dell'operazione e il contesto favorevole.....	75
Il segmento della gioielleria oggi.....	78
Capitolo VI: La conclusione dell'analisi: alcune valutazioni.....	79
La necessità di rinnovo di Tiffany e l'ascesa del titolo in borsa.....	79
Le mie considerazioni su LVMH.....	81
La vincente strategia aggressiva di Arnault.....	81
Come l'acquisizione ha contribuito al raggiungimento dei massimi in borsa di LVMH.....	82
Bibliografia.....	85

Introduzione

La seguente analisi ripercorre tutte le tappe dell'acquisizione della società di gioielli Tiffany & Co da parte del gruppo francese LVMH, focalizzandosi in particolare sulle variazioni di valore delle azioni in borsa e quindi delle società stesse, in relazione alle varie fasi di sviluppo dell'operazione. Lo scopo di tale focus è quello di ricercare nell'andamento delle quotazioni la spiegazione o anche la causa di determinati eventi reali. Lo scoppio della pandemia di Covid-19 ha portato a diversi cambiamenti di rotta, soprattutto per LVMH, che ha tentato per mesi di rinegoziare il prezzo iniziale. La crisi sanitaria ed economica ha infatti messo a dura prova le vendite del gioielliere americano, le cui performance non erano soddisfacenti già da un anno, costituendo un buon pretesto per richiedere una revisione dei termini da parte del gruppo francese.

Il seguente elaborato è così suddiviso: nel primo capitolo parlerò del settore del lusso in generale, degli attori principali e in maniera più approfondita dei marchi protagonisti dell'acquisizione e del loro posizionamento nel mercato dei beni di lusso. Nel secondo capitolo presenterò ed approfondirò i motivi secondo me trainanti che hanno portato all'interessamento di LVMH. Successivamente nei capitoli tre, quattro e cinque entrerò nel vivo dell'operazione, dalla prima proposta di prezzo, all'insorgere della pandemia, fino alla chiusura definitiva nel gennaio 2021. La vicenda è trattata in maniera dettagliata, grazie a fonti come il Financial Times o l'agenzia di stampa Reuters, con riguardo alle valutazioni dei titoli e ai pareri del momento degli analisti finanziari delle principali banche d'affari, come Bank of America, UBS, Goldman Sachs ecc. di cui cito i report. Infine, nel capitolo sei riporto alcune mie considerazioni riguardo la convenienza dell'operazione, sulla base dei benefici o meno e valutando l'impatto complessivo che il deal ha avuto sulle valutazioni delle società, argomento oggetto dell'analisi. Le mie valutazioni si baseranno sulla conoscenza approfondita dei fatti precedentemente riportati e delle ipotesi diffuse tra gli analisti finanziari che ho avuto modo di ricercare, analizzare e comprendere.

Capitolo I: Il Settore del lusso

Il prodotto di lusso e il mercato di riferimento.

Il concetto di bene di lusso può essere compreso attraverso la teoria della Piramide di Maslow (Figura 1). Secondo tale teoria, i bisogni dell'essere umano sono disposti graficamente dal basso verso l'alto in base al loro grado di necessità. Al livello inferiore sono rappresentati i *bisogni primari*, ovvero quelli legati ai bisogni fisiologici come mangiare, bere e dormire, a questi segue un gradino più su il senso *stabilità o sicurezza*, riconducibile alla salute fisica, alla stabilità lavorativa e familiare; ad un livello superiore troviamo il *senso di appartenenza* ad un gruppo, che richiede legami di amicizia e di amore, seguito più in alto dalla *necessità di autostima*, riscontrabili nell'autocontrollo, nel raggiungimento dei propri obiettivi e nel rispetto reciproco. Infine, al vertice della piramide vi è l'*autorealizzazione*, caratterizzata da alta moralità, spontaneità e creatività, che rappresentano bisogni umani non essenziali o imprescindibili dalla conduzione di una vita regolare, ma comunque portanti. In quest'ultima fascia sono ricollegabili i beni e servizi di lusso, i quali non sono fondamentali per una vita dignitosa, ma contribuiscono alla piena realizzazione della persona e delle sue passioni.

Il mercato dei beni di lusso è molto ampio e racchiude il settore della moda, degli accessori, dell'automobilistica, degli alcolici, delle esperienze, dei viaggi e dei servizi in generale. Le aziende che operano in questo settore si distinguono per una produzione che prevede l'utilizzo di materiali pregiati, il controllo sull'intera catena produttiva, l'estrema ricerca del bello talvolta unito all'utile, la produzione su piccola scala che si avvicina quasi al fatto su misura. Secondo *waltermarketing*, oggi un marchio è considerato di alta gamma se rispetta i seguenti criteri:

- Evoca esclusività;
- Possiede una ben nota brand identity;
- Gode di una elevata notorietà;
- Genera una elevata qualità percepita;
- Ottiene elevati livelli di customer loyalty;
- Presta un ottimo servizio di assistenza al cliente, pre e post-vendita.

Ma chi sono i clienti del lusso? Colui che compra un prodotto di pregio o di lusso, non vuole solo acquistare un oggetto, ma allo stesso tempo desidera vivere un'esperienza o un'emozione. Per capire meglio chi acquista nel settore del lusso è necessario prendere in considerazione il mercato geografico di riferimento. Nei mercati emergenti, come Cina, Brasile e Russia, i prodotti di alta gamma sono acquistati principalmente da giovani donne, accanite compratrici, che hanno un interesse particolare per gli accessori e i capi di tendenza; nei mercati più maturi, come Stati Uniti, Germania, Inghilterra, Francia e Italia, i prodotti di lusso vengono acquistati in ugual misura da uomini e donne che non considerano la moda del momento come driver di scelta, ma si concentrano maggiormente sul valore tradizionale e la qualità del

prodotto. Il Giappone è considerato un mercato elitario, in cui i prodotti vengono acquistati principalmente da uomini che vedono nel lusso un elevatore di autostima e un simbolo di raffinatezza ed eleganza. Internet è diventato un fattore determinante nell'acquisizione dei prodotti di lusso e viene utilizzato per lo più per raccogliere le informazioni necessarie prima di recarsi in negozio per l'acquisto vero e proprio. I dispositivi più utilizzati per cercare informazioni online sono i pc (64%) seguiti dai tablet (35%) e dagli smartphone (34%). Con maggior riguardo per il mercato italiano, secondo un'analisi di *fashionnetwork*, più del 50% di coloro che acquistano beni di lusso ha un'età compresa tra i 30 e 50 anni e almeno l'89% svolge un'attività lavorativa. Il 71% degli acquirenti dichiara di avere una situazione finanziaria realizzata autonomamente, il 13% non si considera particolarmente abbiente e il 16% dichiara di poter fare affidamento su un patrimonio ereditario.

Il mercato del lusso è cambiato negli ultimi anni, includendo sempre di più i giovani tra le categorie più attive e interessate al mondo del luxury. I Millennials, di età compresa tra i 23 e i 36 anni, sono oggi ben inseriti nella loro carriera e stanno raggiungendo o hanno raggiunto l'età del picco della spesa; la Generazione Z, tra i 16 e i 22 anni, sta iniziando ad affacciarsi sul mercato, soprattutto i ragazzi più grandi che sono appena approdati nel mondo del lavoro. Entrambe queste generazioni sono cresciute nell'era digitale e sono all'avanguardia nel campo della moda. Entrambe stanno contribuendo a una *ridefinizione del valore* di certi beni e servizi alla luce delle nuove forme di consumismo, modificando il rapporto brand-consumatore. Tutto ciò deriva anche dal modo in cui l'industria del lusso sceglie di allinearsi con i valori delle giovani generazioni - un mercato che tradizionalmente si è basato su un senso di ostentazione ed esuberanza. Nella ricerca condotta da Global Web Index nel 2019, gli acquirenti del lusso vengono segmentati per frequenza e scopo, rilevando le attitudini delle diverse fasce di età (Grafico 2). In particolare, tra coloro che acquistano regolarmente articoli di lusso per sé stessi, i 25-44enni costituiscono il 67% del campione. Si tratta di un riflesso del fatto che i millennial (di età compresa tra i 23 e i 36 anni) sono ora in grado di flettere il loro crescente potere di spesa, in quanto molti stanno progredendo nelle loro carriere prima di iniziare una famiglia. È interessante notare che in questo segmento vi è una pronunciata presenza di uomini (67%). Tra coloro che acquistano principalmente articoli di lusso per regali o occasioni speciali, la Generazione Z e i millennial emergono come la principale fascia demografica; un terzo rientra nella fascia d'età 16-24, e poco meno di un quarto nel gruppo 25-34. (Global Web Index, 2019)

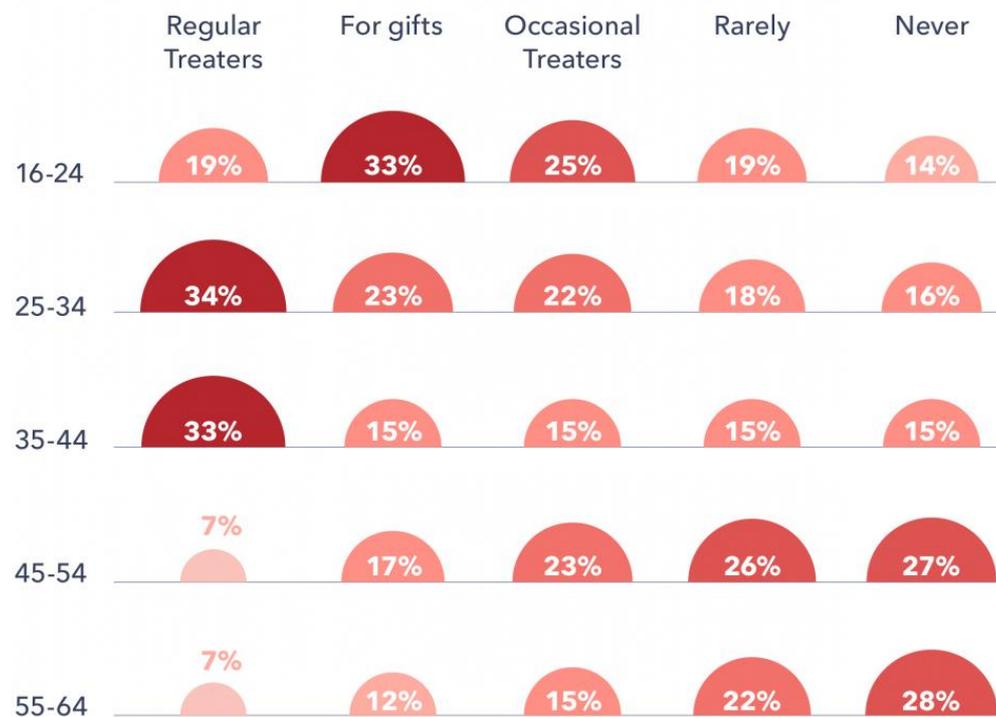
Figura 1: La Piramide di Maslow



Grafico 2: Ripartizione per età e abitudini nell'acquisto dei prodotti di lusso (Elaborazione di GWI)

Age Breakdown of Luxury Buyer

% who say they mainly purchase luxury items/services



Question: Do you ever purchase high-end or luxury products / services? Source: GlobalWebIndex March 2019 Base: 928 (U.S.) & 1,049 (UK) luxury buyers and 353 (U.S.) & 426 (UK) non-luxury buyers aged 16-64

Recente evoluzione del settore: la digitalizzazione e il Covid-19.

Il settore del lusso ha vissuto negli ultimi vent'anni una crescita sostenuta ad un tasso del 5% annuo, passando da un fatturato di 120 miliardi di euro nel 2000 ad oltre 280 miliardi di euro nel 2019 (Cdp, EY, Luiss Business School, Luglio 2020).

Le sfide che tale settore si è trovato ad affrontare in questi ultimi anni sono ricollegabili a due fenomeni: la rivoluzione digitale prima e l'avvento del Covid-19 dopo. Questi due macro-eventi sono interconnessi, in quanto mai come ora le grandi firme stanno ripensando e reinventando i loro modelli di business sia per favorire le nuove esigenze tecnologiche dei consumatori, sia per superare al meglio le criticità sorte con la pandemia.

La digitalizzazione, soprattutto negli ultimi dieci anni, ha richiesto per le aziende del Fashion & Luxury di rivedere il proprio modo di comunicare sé stesse al pubblico e di rafforzare la propria brand identity sul mercato. Anche nel settore italiano, mentre da un lato permane la volontà di preservare le eccellenze del made in Italy e della tradizione artigianale, dall'altro si fa sentire la necessità di utilizzare nuovi canali di comunicazione e di distribuzione, allo scopo di migliorare la relazione con i clienti, la loro percezione del prodotto e dei servizi e quindi la customer experience. L'utilizzo del digitale permette alle aziende della moda e del lusso di creare e diffondere un'immagine moderna e dinamica dell'organizzazione, in grado di arrivare alle nuove generazioni di consumatori attraverso i canali da loro maggiormente utilizzati, così soddisfacendo la richiesta di nuove modalità e tempistiche relative alla scoperta e all'acquisto dei prodotti. Gli attori principali del Fashion Luxury hanno constatato che la comunicazione tradizionale con i clienti che pone al centro il brand non è più una strategia efficace; al contrario, risulta vincente una campagna digitale incentrata sulla target audience e sulla customer experience, mirante a enfatizzare il ruolo del consumatore.

In particolare, il processo di digitalizzazione dei settori dell'alta moda si basa su tre fasi principali, tutte focalizzate sulla figura del cliente. La prima fase riguarda il *cambio di mentalità*, ovvero il riconoscimento che non sia il marchio il protagonista nella relazione tra l'azienda e il cliente, ma quest'ultimo, il quale, con un'esigenza sempre più elevata di qualità, richiede alte performance nei prodotti e nei servizi del brand. Tale aspetto implica che l'azienda sia sempre raggiungibile dal cliente, nei tempi e nelle modalità da questi richieste, per poter permettere al soggetto interessato di attingere ad informazioni quali i prezzi, la disponibilità nei magazzini o il catalogo dei prodotti, tutti elementi ricollegabili alla customer experience. Il secondo passo riguarda *l'unificazione delle strategie in-store e digitali*, fondamentale per coordinare sia la presenza di negozi fisici, ancora necessari per soddisfare le richieste di una parte della clientela, sia la possibilità per il consumatore di visitare showroom digitalizzati, evitando così l'esistenza di negozi poco utilizzati dai clienti. Ancora una volta si rende possibile ai consumatori di accedere al marchio secondo diversi canali ed al contempo le aziende del lusso possono essere più efficienti nella produzione ed esposizione delle collezioni, nonché nel rapporto con gli stessi fornitori. Infine, l'ultimo step richiede *l'analisi di tutti i dati raccolti* nelle precedenti fasi, in modo da capire le preferenze della clientela, allo scopo di far emergere i nuovi trend del settore e addirittura anticipare il comportamento del mercato. Per ottenere questo risultato, è necessario che l'utente sia coinvolto in maniera efficace attraverso tutti i canali disponibili, creando appunto customer

experience di successo, che, in ultimo, sia in grado di restituire al marchio una maggiore fidelizzazione della clientela (Intesa.it (Gruppo IBM), 2018).

Tale processo impiega tutt'ora le aziende e le spinge a migliorare sé stesse alla ricerca di un continuo adattamento con le esigenze del mercato.

Dall'altro fronte, l'avvento della pandemia legata al Covid-19 ha impattato ogni settore, dalla finanza all'ospitalità, provocando la contrazione economica più grande dalla Seconda guerra mondiale; anche la moda, a causa della sua natura discrezionale, si è dimostrata particolarmente vulnerabile (McKinsey, 2020).

Dopo un anno in cui l'industria aveva registrato profitti economici da record, i leader del settore del lusso hanno dovuto fronteggiare le criticità imposte dall'avvento del Covid-19, soprattutto ricercando le soluzioni migliori per innovare i propri business. Secondo il Rapporto The State of Fashion 2021 elaborato da McKinsey in collaborazione con Business of Fashion, il profitto del settore del lusso è crollato del **93%** nel 2020, dopo essere aumentato del 4% nel 2019 e la capitalizzazione media del mercato dell'abbigliamento, della moda e del lusso è scesa di quasi il **40%** solo tra l'inizio di gennaio e la fine di marzo 2020, calo molto più forte di quello che ha interessato il mercato azionario globale. Ciò si è tradotto in un aumento significativo del numero di aziende "distruttrici di valore", che nel McKinsey Global Fashion Index (MGFI) – che raggruppa le aziende del settore ritenute maggiormente performanti – ha raggiunto un valore del **73%** delle aziende nel 2020, rispetto al 60% di quelle del 2019. I ricavi dell'industria globale della moda nel settore abbigliamento e calzature si sono contratti dal 27% al 30% nel 2020, anche se il settore potrebbe recuperare una crescita positiva tra il 2% e 4% nel 2021. Per l'industria dei beni di lusso – moda, accessori, bellezza – è stata stimata una contrazione da 35% a 39% nel 2020, ma si prevede anche qui una crescita positiva dell'1% al 4% nel 2021, rispetto ai dati del 2019. In più, se i negozi rimangono chiusi per due mesi, l'analisi di McKinsey approssima che l'80% delle aziende di moda quotate in Europa e Nord America si troverà in difficoltà finanziarie. Combinato con l'analisi del MGFI, che ha rilevato che il 56% delle aziende di moda globali non stavano remunerando il loro costo del capitale nel 2018, un gran numero di aziende di moda globali rischierebbe di fallire nei prossimi 12-18 mesi (McKinsey, 2020).

Per quanto riguarda i mercati europei e statunitensi, il Covid-19 ha causato nel settore dell'abbigliamento e degli accessori una contrazione della spesa per oltre il 70% dei consumatori. In particolare, l'Europa ha risentito prima del blocco dei flussi turistici da Asia e Medio Oriente, principali acquirenti del lusso a livello globale, e successivamente della chiusura dei mercati locali. Gli Stati Uniti hanno subito per ultimi il calo delle vendite, legate per lo più alla contrazione del reddito disponibile della classe media. In Italia, invece, la pandemia ha provocato, solo nel mese di aprile 2020, un crollo della produzione tessile, di abbigliamento, pelle ed accessori dell'81%, nonché un calo delle vendite al dettaglio superiore all'83% rispetto ai valori dello stesso mese dell'anno precedente. Tutto ciò si è riversato sull'andamento azionario delle principali imprese quotate del lusso già dalla prima metà del 2020, che ha registrato una contrazione compresa tra il 15% di Hermès e il 45% di Ferragamo (Cdp, EY, Luiss Business School, Luglio 2020).

Goldman Sachs ha confermato a fine settembre 2020 un calo generalizzato delle vendite dei prodotti di abbigliamento di alta moda pari al 25%.

Infine, nell'annuale classifica "Global 500" di Brand Finance, dedicata ai marchi di maggior valore, le grandi firme del lusso hanno generalmente perso posizioni in classifica rispetto all'anno precedente. In particolare, Gucci scivola dalla posizione 98 del 2020 alla 117, Louis Vuitton scende dalla 109 alla 123, Chanel dalla 136 alla 137 mentre Hermès passa dalla 154 alla 156. Anche nel segmento gioielleria e orologeria, Cartier scende dalla 123 esima posizione alla 151esima, mentre Tiffany passa alla posizione 362 dalla 345. Salgono esclusivamente Dior, dalla 298 alla 242, e Rolex, dalla 247 alla 237. Nessuna comunque rientra nelle Top 100 del 2021, lasciando il posto ai colossi della tecnologia, quali Apple, Amazon e Google (PambiancoNews.com, 2021).

In questo quadro negativo, emergono spunti di ottimismo. Nonostante la crisi abbia avuto un impatto devastante sulle produzioni, sulle vendite e ancora sui posti di lavoro, la stessa sta accelerando le risposte che potrebbero portare a grandi risultati positivi in termini di innovazione. Molte aziende di moda, infatti, hanno impiegato del tempo per rimodellare i loro business, semplificare le loro operazioni e migliorare i prodotti ed i servizi che forniscono ai clienti. La "quarantena dei consumi" (McKinsey, 2020) è stata, ed è tutt'ora, in grado di accelerare alcuni cambiamenti, provocando una crescente antipatia verso i modelli di business tradizionali, tenendo conto che la mentalità del consumatore – come detto in precedenza – stava già mostrando dei segni di cambiamento prima della pandemia.

Ad ottenere una spinta è stato soprattutto il processo di digitalizzazione, grazie agli ingenti investimenti che sono stati stanziati per permettere l'adozione di canali online per lo shopping, fenomeno confermato dal notevole aumento delle transazioni via internet nel 2020. Resta fermo che gli store fisici non possono essere rimpiazzati completamente da quelli online, per cui la scelta di un approccio di vendita omnichannel rimane la più promettente, permettendo sia di raggiungere i clienti più tecnologici, che di garantire nei pochi negozi superstiti, tutte quelle disposizioni richieste dai governi per il distanziamento e le norme sanitarie (Deloitte, 2020).

Lo scenario di base prospettato da McKinsey è cautamente ottimistico: si prevede una forte risposta delle istituzioni sanitarie pubbliche, con cui sarà possibile controllare il virus in modo più efficace già nel nuovo anno; gli interventi governativi compenseranno parzialmente l'impatto economico e in più, riprenderanno i viaggi globali permettendo gli incontri e gli scambi sociali. In particolare, è prevista una forte ripresa in Cina nel 2021, per cui le vendite aumenteranno dal 5% al 10% rispetto al 2019. L'Europa e gli Stati Uniti invece potrebbero continuare a risentire del calo del numero dei turisti, facendo scendere le vendite rispettivamente dal 2% al 7% e dal 7% al 12% nel 2021, con una ripresa prevista solo dal primo trimestre 2023.

I fattori chiave della ripresa includeranno i comportamenti dei consumatori – in relazione ai canali digitali, alle preoccupazioni di giustizia sociale e alla riluttanza a viaggiare – gli investimenti opportunistici e la necessità di costruire modelli operativi più efficienti ed incentrati sulla domanda. Ciò significa concentrarsi su una prospettiva omnichannel ma anche sui temi della sostenibilità attraverso la catena del valore. I consumatori

ma anche gli investitori premieranno le aziende che trattano i loro lavoratori e l'ambiente con rispetto. (McKinsey, 2020)

Infine, non mancano i settori che hanno mostrato una controtendenza, come il segmento della bellezza, che ha dimostrato che grazie alla digitalizzazione è possibile mantenere forti canali di contatto con la clientela; tale segmento è infatti rimasto relativamente isolato dalla pandemia, in quanto i consumatori hanno trovato nella beauty care un confortante passatempo nei tempi difficili.

I principali attori del settore del lusso.

I player del settore del lusso sono molteplici, in continua evoluzione e consistono per lo più in gruppi societari molto vasti, che racchiudono i diversi marchi dell'alta moda e gioielleria e non solo.

Fra le 10 società più importanti del lusso secondo il *Deloitte Global Powers of Luxury Goods 2020*, le prime quattro società per performance, nell'anno fiscale 2019, in base ad una serie di indicatori, tra cui le vendite, il reddito netto e il tasso di crescita annuo, risultano essere, in ordine decrescente, LVMH, Kering SA, The Estée Lauder Companies Inc. e Richemont SA (Deloitte, 2020); di seguito un'analisi delle imprese presenti in tale classifica, corredata dal grafico della classifica suddetta.

Il primo grande gruppo è rappresentato dal francese **LVMH**, che possiede numerosissimi luxury brand come Louis Vuitton, Fendi, Dior, Céline, Bulgari ma anche minori, nel settore della distribuzione, come Sephora e nel settore degli alcolici, come Moët e Belvedere, e ancora nell'orologeria e gioielleria, tra cui la neoacquisita Tiffany & Co, ma ne parleremo meglio in seguito. Il secondo gruppo al mondo, sempre con sede a Parigi, è **Kering**, che vanta Gucci, Saint Laurent, Balenciaga, Bottega Veneta, Alexander McQueen e molti brand di gioielleria, tra cui Pomellato. Al terzo posto figura **The Estée Lauder Companies**, società di riferimento negli Stati Uniti ed una delle più grandi aziende nel mercato dei cosmetici, dei profumi e della cura della pelle e dei capelli. Altro colosso del lusso è il **Gruppo Richemont**, quotato alla borsa di Zurigo, che racchiude marchi come Cartier, Van Cleef, Montblanc, Panerai, Lecoultré e molti altri, identificando il suo punto di forza nell'alta orologeria e gioielleria. Continuando la Top 10, al quinto posto si posiziona **L'Oreal Luxe**, una divisione del brand l'Oreal che riunisce un portafoglio unico di marchi di cosmetica e profumi, la cui distribuzione è selettiva, tra cui Lancôme, Yves Saint Laurent, Helena Rubinstein, Giorgio Armani, Diesel e Ralph Lauren. Segue come sesta **Chanel Limited**, holding della casa di moda parigina specializzata nei beni di lusso principalmente di alta moda, prêt-à-porter, borse, profumeria e cosmetica. Al settimo posto è **EssilorLuxottica S.A.**, multinazionale italo-francese nata nel 2018 dalla fusione tra la francese Essilor e l'italiana Luxottica e si occupa principalmente della progettazione, produzione e distribuzione di lenti e occhiali da vista e da sole. Si guadagna l'ottavo posto **Chow Tai Fook Jewellery Group Limited**, conglomerato principalmente privato con sede a Hong Kong, attivo nel settore della gioielleria ma anche di sviluppo immobiliare, hotel, grandi magazzini, casinò, energia, telecomunicazioni ed altre attività. Infine al nono e al decimo posto troviamo rispettivamente, **PVH Corp.**, società di abbigliamento con sede a New York, che include Calvin Klein e Tommy Hilfiger e **The Swatch Group**, holding multinazionale di origine svizzera, con attività diversificate dalla fabbricazione alla vendita di orologi e gioielli.

Esaurita la classifica, riteniamo siano degne di citazione anche una serie di maison indipendenti quali **Hermès** in Francia, **Burberry Group** nel Regno Unito ed il gruppo americano **Capri Holdings**, che possiede Michael Kors, Jimmy Choo e dal 2018 anche Versace. Da menzionare inoltre altri players quali la casa di moda **Valentino**, non più italiana ma acquisita dalla famiglia dell'emiro del Qatar, **Roberto Cavalli**, in capo ad un finanziere di Dubai e, fra i brand tutt'ora in mani italiane, il **Gruppo Prada**, che detiene Miu Miu, Church's, Car Shoe e Marchesi1824, **Armani**, **Moncler** ed **Ermenegildo Zegna**.

Top 10 luxury goods companies by sales, FY2019

FY2019 Luxury goods sales ranking	Change in ranking from FY2018	Name of company	Country of origin	FY2019 Luxury goods sales (US\$M)	FY2019 Total revenue (US\$M)	FY2019 Luxury goods sales growth*	FY2019 Net profit margin**	FY2019 Return on assets**	FY2016- 2019 Luxury goods CAGR ²
1	↔	LVMH Moët Hennessy- Louis Vuitton SE	France	37,468	60,069	16.8%	14.5%	8.1%	16.5%
2	↔	Kering SA	France	17,777	17,777	16.2%	14.7%	8.6%	23.3%
3	↔	The Estée Lauder Companies Inc.	United States	14,863	14,863	8.6%	12.1%	13.6%	9.7%
4	↔	Compagnie Financière Richemont SA	Switzerland	13,822	16,188	8.5%	19.9%	9.9%	2.4%
5	↑ 1	L'Oréal Luxe	France	12,334	12,334	17.6%	n/a	n/a	12.9%
6	↓ -1	Chanel Limited	United Kingdom	12,273	12,273	10.4%	19.6%	17.9%	12.5%
7	↔	EssilorLuxottica SA	Italy	10,624	19,463	6.0%	6.8%	2.3%	ne
8	↑ 1	Chow Tai Fook Jewelry Group Limited 周大福珠宝集团有限公司	China/Hong Kong SAR	8,411	8,500	13.9%	7.0%	7.5%	5.2%
9	↑ 1	PVH Corp.	United States	8,076	9,657	9.8%	7.7%	6.3%	8.7%
10	↓ -2	The Swatch Group Ltd.	Switzerland	8,014	8,294	-3.0%	9.1%	5.5%	2.9%
Top 10				143,662	179,418	11.9%	13.3%	7.6%	11.7%
Top 100				280,640	320,291	8.5%	11.2%	7.4%	8.0%
Top 10 share of Top 100				51.2%	56.0%		71.7%³		

¹ Net profit margin based on total consolidated revenue and net income

² Compound annual growth rate

³ Top 10 companies share of total net profit for Top 100 companies—based on the 79 companies reporting net profits
e=estimate n/a=not available ne=not in existence (created by reorganization)

*Top 10 and Top 100 sales growth rates are sales-weighted, currency-adjusted composites

**Top 10 and Top 100 net profit margin, return on assets and asset turnover ratio are sales-weighted composites

La storia dei marchi: LVMH e Tiffany & Co.

LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE è una multinazionale con sede a Parigi nata nel 1987 dalla fusione tra **Louis Vuitton**, specializzata negli accessori di moda e **Moët Hennessy**, specializzata negli champagne ed alcolici. Oggi è proprietaria di 75 marchi, appartenenti ai diversi settori di *alta moda* come Dior, DKNY, Fendi, Céline, Guerlain, Marc Jacobs, Givenchy, Kenzo, Loro Piana e Louis Vuitton; *di orologi* come TAG Heuer e Zenith, di gioielli come Bulgari e Tiffany & Co; *di vini e liquori* come Moët & Chandon, Hennessy, Veuve Clicquot; *di editoria* come Les Échos e Le Parisien; *di distribuzione* come Sephora e Le Bon Marchè e infine *di alberghi di lusso*.

Le origini di Louis Vuitton risalgono al 1593, quando la famiglia francese Sauvage acquistò lo Château d'Yquem, nella zona meridionale di Bordeaux, e lo trasformò in una tenuta vinicola che è diventata sempre più rinomata di generazione in generazione. Nel 1729 viene creata la prima Maison di champagne e nel 1780 Marie-Etienne Nitot fonda la Chaumet, Maison di Alta Gioielleria che pone le basi del settore degli accessori di lusso e tramanda da allora la tradizione orafa parigina. Nel 1846 viene fondata Loewe a Madrid, che si caratterizzò da subito per la selezione dei miglior pellami, la creazione di iconici modelli di pelletteria prêt-à-porter, motivo per cui sarà successivamente inglobata dal gruppo. Seguì nel 1854 la creazione della Maison di valigeria a Parigi, destinato a diventare uno dei segmenti più prestigiosi del brand (LVMH, 2020).

La vera e propria espansione internazionale si deve alla figura del CEO Bernard Arnault, che dal 1988 ha attuato una politica aggressiva mirante all'acquisizione dei marchi più prestigiosi sul mercato. Questi ha assunto il controllo della società come azionista di minoranza, subito dopo la fusione tra Louis Vuitton e Moët Hennessy; in quel momento i marchi principali del gruppo erano Louis Vuitton, per quanto riguarda gli accessori di moda, Moët Hennessy specializzata negli alcolici. Fino alla prima metà degli anni '90, l'attività di LVMH riguardava tre settori principali: moda e pelletteria, cosmetica e profumi, vino ed alcolici. La prima acquisizione ha avuto ad oggetto Céline, azienda operante nel settore della moda e degli accessori; in seguito, furono inglobati altri marchi operanti nel settore della moda come Berluti e Kenzo nel 1993, Dior nel 1994 ed anche un quotidiano francese nel 1993. A partire dalla seconda metà degli anni '90, il gruppo iniziò ad estendersi nel settore della distribuzione selettiva, inglobando la catena Duty-free shop DFS e le profumerie Sephora e in seguito acquisendo i marchi del settore moda Loewe nel 1996 e Marc Jacobs nel 1997– più tardi anche il segmento profumi – ed del settore delle bevande alcoliche con Krug e negli anni 2000 Belvedere. Tra la fine degli anni '90 e il 2000, LVMH decise di espandere il segmento dell'orologeria di lusso con l'acquisizione di TAG Heuer e Zenith, due nomi molto noti. All'inizio degli anni 2000 furono acquisiti, sempre a favore del settore moda ed accessori di lusso, Thomas Pink, Emilio Pucci, Fendi e DKNY, nonché il centro commerciale parigino La Samaritaine, che insieme ai diversi quotidiani mirava a creare un segmento che offrisse ricercate attività, anche culturali, al consumatore. L'espansione di tutte le divisioni sopracitate è continuata negli ultimi 20 anni e ha visto il consolidamento del gruppo nel settore della gioielleria e orologeria con l'acquisizione di Hublot nel 2008 e ancora Bulgari nel 2011. A favore del settore degli hotel ed esperienze di lusso, il gruppo ha acquisito Hotels Cheval Blanc nel 2006 e più recentemente Belmond nel 2019, una catena di hotel/ viaggi di lusso con sede a Londra. Infine, è stata portata a termine l'acquisizione della restante

quota di Cristian Dior nel 2017 e ancora più recentemente di Tiffany & Co, che si è configurata come una la maggiore operazione finanziaria del colosso francese, allo scopo di consolidare sia la presenza del gruppo nel settore della gioielleria, che la sua influenza nel mercato americano (Grafico 1) (Financial Times, 2020).

Grafico 1: Acquisizioni per settore di LVMH nel tempo (Financial Times)



Le oltre 70 Maison di LVMH sono profondamente radicate in sei diversi settori e così distribuite:

- 1) *Vini e Alcolici*: rappresenta il primissimo settore in cui si cimentò la famiglia fondatrice e conta 23 marchi, tra cui Dom Pérignon, Moët & Chandon, Hennessy, Mercier, Belvedere; nel 2020 hanno fatturato 4,755 milioni di euro.
- 2) *Moda e pelletteria*: è il settore più redditizio del gruppo, include 14 Maison tra cui Louis Vuitton, Fendi, Loro Piana, Celine, Emilio Pucci, Christian Dior, Givenchy, Kenzo; vanta un fatturato di 21,207 milioni di euro nel 2020.
- 3) *Profumi e Cosmetici*: rappresentano un'altra attività storica del gruppo, grazie alla presenza di brand prestigiosi come Dior, Givenchy e Guerlain; oggi ai marchi tradizionali sono accostati marchi giovani dal forte potenziale, quali Benefit Cosmetics, Make Up For Ever, Fenty Beauty di Rihanna, per un totale di 14 Maison ed un fatturato di 5,248 milioni di euro nel 2020.
- 4) *Orologi e Gioielleria*: è l'attività fondata più recentemente e fa leva sulla fama internazionale di TAG Heuer, il savoir-faire secolare di Zenith e l'eleganza di Dior e Bulgari. Ne fanno parte 7 marchi tra cui recentemente è stata acquisita anche Tiffany & Co. Nel 2020 ha registrato vendite per 3,356 milioni di euro.
- 5) *Distribuzione Selettiva*: tale settore ha lo scopo di trasformare lo shopping in un'esperienza unica per il cliente e opera in due sfere, una di distribuzione pensata per i viaggiatori internazionali, con i marchi DFS e Miami Cruiseline, e la distribuzione selettiva vera e propria con Sephora, che rappresenta il brand più innovativo nell'ambito della bellezza e Le Bon Marchè Rive Gauche, rinomato centro commerciale parigino. Le Maison coinvolte sono 5 e hanno fatturato 10,155 milioni di euro nel 2020.

6) *Altre attività*: le Maison in questo settore si caratterizzano per un modello di integrazione verticale con lo scopo di offrire ai propri clienti prodotti e servizi di qualità legati a prestigiose testate economiche e culturali, in cui rientra il gruppo Les Echos e Le Parisien, alla produzione di yacht su misura firmati Feadship e allo sviluppo di una catena di hotel esclusivi con Cheval Blanc, per un totale di 11 Maison (LVMH, 2020).

Come dichiarò lo stesso Arnault in un'intervista per l'Harvard Business Review nel 2001, il vero punto di forza di tutte le operazioni finanziarie portate a termine a partire dagli anni '90 risiede non nella mera espansione del gruppo nei diversi settori del lusso, ma nell'assicurarsi che ogni brand acquisito mantenga la propria personalità, la propria tradizione e soprattutto la propria base di clienti.

Tiffany & Co è un'azienda statunitense diventata il simbolo del lusso e dell'eleganza della gioielleria americana, conosciuta soprattutto per il design unico e l'iconica confezione azzurra. Il primo negozio fu aperto a New York nel 1837 da Charles Lewis Tiffany e agli inizi vendeva soprattutto articoli di cancelleria. Nel giro di 10 anni iniziò a dedicarsi alla gioielleria e nel 1845 fu pubblicato il primo catalogo di vendita per corrispondenza negli Stati Uniti, il Blue Book, allo scopo di far conoscere i gioielli pregiati e di alta qualità agli americani. Charles decise successivamente di dedicarsi, in via principale, al commercio di monili, acquistando le pietre preziose di aristocratici europei ed introducendole in America. Grazie a tale iniziativa, Tiffany divenne presto, presso l'élite americana, un rinomato punto di riferimento per i diamanti, tanto che il suo fondatore si guadagnò il titolo di "Re dei Diamanti". Fu anche la prima società americana ad istituire lo standard dell'argento 925 nel 1851. Sempre per iniziativa di Charles, venne introdotto il color acquamarina, che nel tempo è diventato poi il Blu Tiffany, appartenente ad una gemma da poco scoperta ed usata dalle spose vittoriane per omaggiare gli invitati ai matrimoni; al colore erano associati modernità e glamour e divenne subito uno dei segni di riconoscimento della Maison. Altri prodotti iconici risalenti alla seconda metà dell'Ottocento, furono le collane e gli orecchini in perle ed oro, il Tiffany Timer, il primo cronometro americano e il famoso Tiffany Setting, l'anello di fidanzamento classico che conosciamo tutt'oggi, realizzato a mano con un diamante raro. (Tiffany & Co, 2021).

Il vero e proprio riconoscimento internazionale fu ottenuto grazie alla partecipazione ad Esposizioni inaugurate nella seconda metà dell'Ottocento nelle principali città del mondo, come a Parigi nel 1889, durante la quale la collezione dei gioielli naturalistici fu così apprezzata che molti reati europei, l'imperatore ottomano e lo zar di Russia decisero di attribuire al marchio il titolo di gioielliere ufficiale. L'impresa non si limitò alla produzione esclusiva di gioielli personali, ma fu incaricata di ideare oggetti lussuosi per la nazione, come le spade da cerimonia durante la Guerra Civile, la Medaglia d'Onore del Congresso nel 1917 – uno dei massimi riconoscimenti militari della nazione; la creazione del servizio di porcellana della Casa Bianca, nonché di doni per personaggi celebri come la First Lady. Infine, Tiffany realizzò numerosi trofei sportivi, per il campionato mondiale di Baseball nel 1888, la coppa per la 500 Miglia di Indianapolis nel 1909 e ancora, nel corso degli anni, per eventi di football, basketball e altre manifestazioni sportive.

Alla morte di Charles Lewis Tiffany nel 1902, divenne successore il figlio Louis Comfort Tiffany, che fu il primo direttore artistico dell'azienda, esponente dell'Art Deco già rinomato nell'ambito del design internazionale. Sotto la sua guida, Tiffany diede inizio ad una serie di collaborazioni con designer visionari, tra cui Jean Schlumberger, le cui creazioni si ispiravano alla natura, Elsa Peretti anch'essa ispiratasi a forme naturali e Paloma Picasso, che diedero alla maison di gioielli un'audace originalità. Nel 1940 viene aperto il flagship store all'incrocio tra la 57th Street e la Fifth Avenue, che divenne una delle mete più importanti di New York per lo shopping, la cui fama fu amplificata dall'iconico film *Colazione da Tiffany* del 1961 con Audrey Hepburn, diventato subito un classico di Hollywood (Harpersbazaar, 2020).

Nel 1969 debutta il portachiavi *Return to Tiffany*, che se perso poteva essere riportato al flagship store di Tiffany sulla Fifth Avenue, per consegnarlo al proprietario; il design di tale portachiavi ispira tutt'ora una della collezione più vendute in tutto il mondo, la "Please Return" che comprende bracciali, orecchini e collane. A partire dagli anni 2000 Tiffany s'impegna per la protezione dell'ambiente e la promozione dell'arte, creando la Fondazione Tiffany & Co, che dalla sua nascita ha effettuato donazioni per oltre 75 milioni di dollari. Proseguendo su questa strada, nel 2015 l'azienda nomina il primo Chief Sustainability Officer e si unisce ad altre imprese leader nell'impegno per il raggiungimento di zero emissioni nette di gas serra entro il 2050 (Tiffany & Co, 2021). Nel 2017, anche in seguito all'impulso fornito dal nuovo azionista Francesco Trapani, in passato Amministratore delegato ed azionista della società Bulgari, è stato aperto il terzo flagship store a Milano, ritenuta la boutique di Tiffany più grande d'Europa ed è stato nominato il nuovo CEO Alessandro Bogliolo, forte di un'esperienza di 16 anni in Bulgari. Oggi, come vedremo nel prossimo capitolo, con l'acquisizione da parte di LVMH, Bogliolo ha lasciato il posto ad Anthony Ledru, già vicepresidente esecutivo di Louis Vuitton.

Posizionamento dei marchi nel settore del lusso.

La seguente analisi è basata su dati precedenti all'avvento della pandemia, riferiti all'anno fiscale 2019, basata sul *Global Powers of Luxury Goods 2020* di Deloitte.

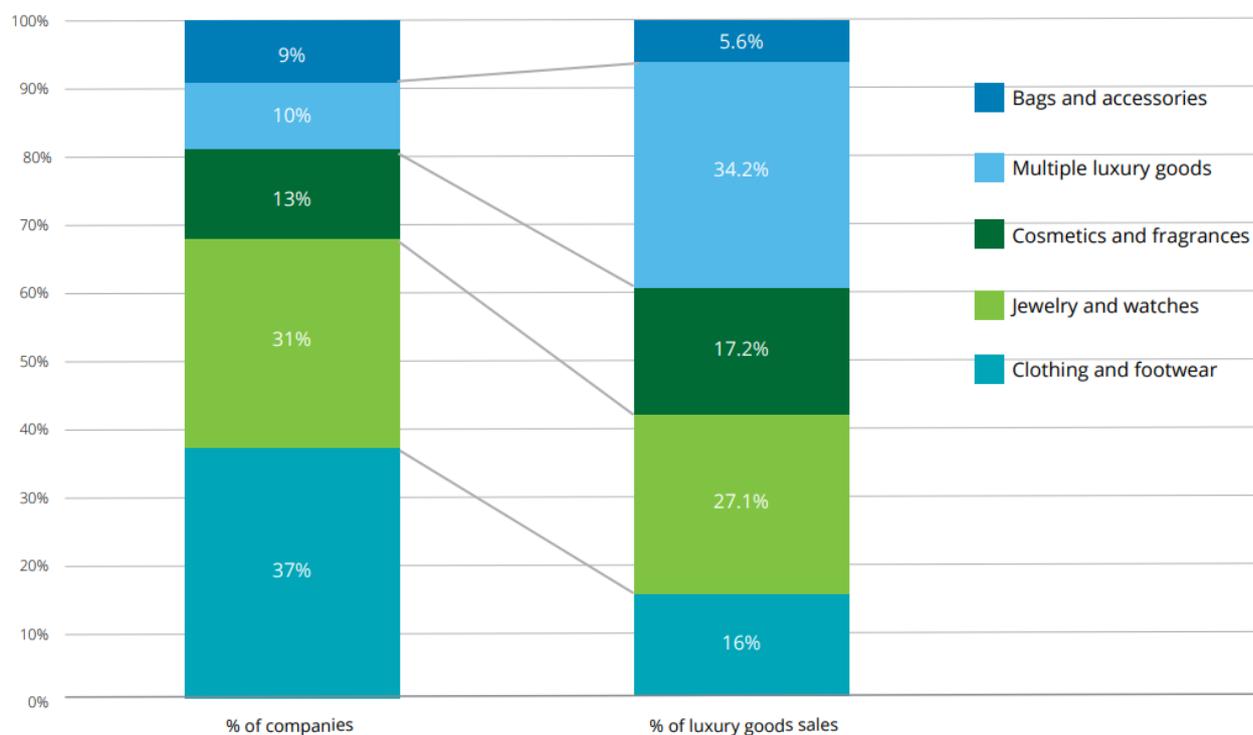
Il *GPLG 2020* analizza il settore del lusso del FY2019 attraverso la sua divisione in cinque aree di prodotto: borse ed accessori, abbigliamento e calzature, cosmetica e profumi, gioielleria ed orologi, ed aziende multiple di beni di lusso. Una società è assegnata ad uno dei cinque settori in base alla tipologia di prodotto da cui deriva la percentuale più alta delle sue vendite. Le aziende classificabili come venditrici di molteplici beni di lusso sono quelle in cui più prodotti contribuiscono fortemente alle vendite complessive.

Considerando le Top 100, Deloitte individua le seguenti percentuali nel mercato del lusso: il 9% si occupa delle borse e degli accessori, il 10% si occupa di molteplici beni di lusso, il 13% di cosmetica e profumi e infine predominano **gioielli e orologi con il 31% del mercato** ed **abbigliamento e calzature con il 37%**. Per quanto riguarda il contributo nelle vendite totali, primeggiano il **settore dei multiple luxury goods, con il 34,2%** e ancora la **gioielleria ed orologeria con il 27,1%** (Grafico 1). Ogni segmento presenta poi dei leader: nel settore delle borse e degli accessori quasi il 70% è detenuto da EssilorLuxottica, nel settore

dell'abbigliamento e calzature primeggiano PVH, Ralph Lauren e Hugo Boss; nel segmento della cosmetica e profumi più del 50% è detenuto da Estée Lauder e L'Oreal Luxe, nel settore della gioielleria ed orologeria spiccano Richemont, Chow Tai Fook, Swatch e Rolex e infine nelle aziende multiple di beni di lusso troviamo LVMH, Kering e Chanel che da sole rappresentano il 70% del mercato. Queste ultime, nonostante si occupino solo di *un decimo* dell'attività svolta dalle top 100 del settore Fashion & Luxury, hanno contribuito a *più di un terzo* del totale delle vendite realizzate. Tra loro spicca LVMH che detiene il 39% del mercato, seguita dal 18% di Kering e dal 13% di Chanel.

Secondo una divisione geografica, più del **50% del settore dei gioielli e orologi** è attribuibile ad imprese provenienti in **primis dalla Svizzera e poi dalla Cina**; nel **settore delle aziende multiple di beni di lusso un 30% è attribuibile ugualmente alla Francia e al Regno Unito**, seguiti dal 20% detenuto sia dall'Italia che dagli Stati Uniti. Primeggiano **imprese italiane – con il 56% - nel segmento delle borse e degli accessori e società statunitensi – con il 23% - nel settore dei cosmetici e dei profumi** (Grafico 2).

Grafico 1: % top 100 società per settore e relative % di vendite, 2019 (da GPLG Deloitte, 2020)



* Sales-weighted, currency-adjusted composites

Source: Deloitte Touche Tohmatsu Limited. *Global Powers of Luxury Goods 2020*. Analysis of financial performance and operations for fiscal years ended through 31 December 2019 using company annual reports, industry estimates, and other sources.

Grafico 2: percentuali di società per nazione in base ai settori, 2019 (da GPLG Deloitte, 2020)

	Clothing and footwear	Bags and accessories	Cosmetics and fragrances	Jewelry and watches	Multiple luxury goods
China	3%			23%	
France	5%	11%	23%		30%
Germany	11%			3%	
Italy	38%	56%	8%		20%
Spain	3%		8%	3%	
Switzerland				32%	
United Kingdom	16%			3%	30%
United States	11%	22%	31%	10%	20%
Japan	5%		23%	3%	
Other countries	8%	11%	8%	23%	

Focus: LVMH

LVMH oggi detiene più del **20% del mercato del lusso** e ha consolidato nel tempo la sua posizione di leader mondiale dei beni di alta fascia grazie alla politica aggressiva di acquisizioni messa in atto dall'ex CEO Bernard Arnault, ora possessore del 47% delle azioni del gruppo francese. Egli fu in grado di cogliere i vantaggi derivanti da questo tipo di strategia di crescita, per cui, a partire dal 1988, il gruppo fu protagonista di una serie di acquisizioni che hanno permesso all'azienda di diventare il colosso del luxury come lo conosciamo oggi (Deloitte, 2020).

Prima dell'avvento della pandemia, LVMH ha registrato nel 2019 un aumento delle vendite dei beni di lusso del 15% fino a raggiungere un **fatturato di 53,67 miliardi di euro** e un **reddito netto di 7,7 miliardi di euro**. Secondo il Global Powers of Luxury Goods 2020, la forte crescita stabile è stata in parte rafforzata dai tassi di cambio favorevoli, che hanno permesso alle vendite di LVMH di salire più velocemente sia delle società Top 10 che Top 100.

A partecipare all'aumento delle vendite hanno contribuito tutte e sei le divisioni del gruppo, che hanno registrato un miglioramento delle performance dal 2018 al 2019. In particolare, le vendite nel **segmento della moda e della pelletteria** sono salite del 20% su base annua, passando **da 18,2 miliardi di euro ad oltre 22 miliardi**, con 3,8 miliardi di euro aggiuntivi, grazie al continuo slancio dei principali marchi di lusso come Louis Vuitton, Christian Dior, Loro Piana e Fendi; la divisione ha un forte consolidamento nel mercato asiatico e nel mercato europeo, a cui si devono rispettivamente il 31% e il 23% delle vendite. Il **segmento profumi e cosmetica** ha visto un miglioramento del 12%, passando **da 6,092 a 6,835 miliardi di euro**, dovuto soprattutto al successo delle maison del gruppo in Asia, le cui vendite sono passate dal 35% nel 2018, al 40% dell'anno seguente. Il **segmento gioielleria ed orologeria** è invece passato da ricavi per **4,123 miliardi di euro a 4,405**, pari al 7%, grazie alla spinta di Bulgari come gioielliere e TAG Heuer come marchio di riferimento nell'orologeria; ancora una volta è l'Asia il mercato di riferimento, soprattutto grazie alla Cina, che rappresenta

il 38% delle vendite, superando di 15 punti percentuali l'Europa. Il **segmento di vini e alcolici** ha sperimentato un aumento dell'8%, arrivando a ricavi per **5,576 miliardi di euro rispetto a 5,143 miliardi dell'anno precedente**; in questa divisione, è il mercato americano a contribuire per la maggiore, con la sua partecipazione del 33% nelle vendite, superando di quasi 10 punti percentuali il mercato asiatico. Infine, la **divisione della distribuzione selettiva e altre attività di lusso** ha totalizzato entrate per **14,791 miliardi di euro**, rispetto ai 13,646 dell'anno precedente.

Grafico 1 (elaborazione personale sui dati di LVMH)

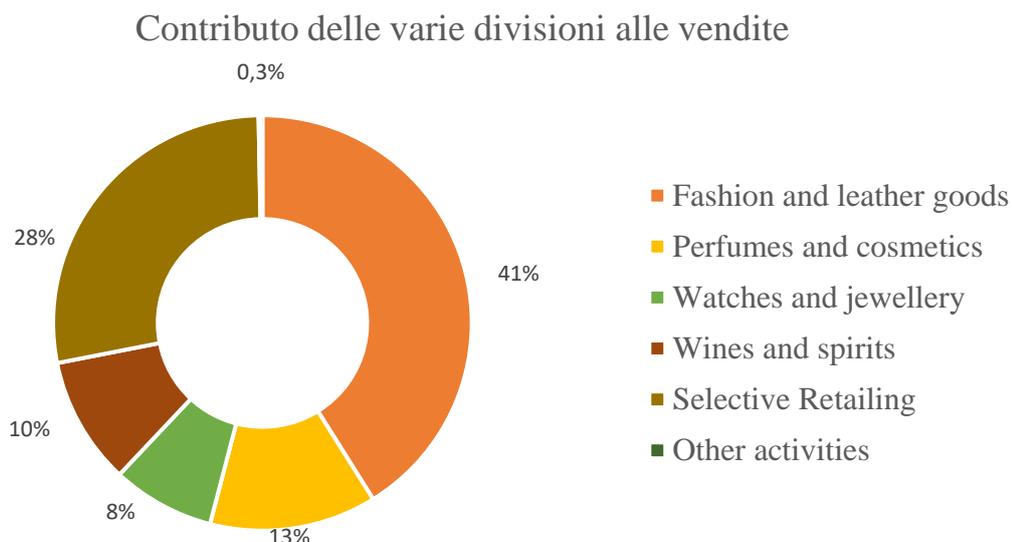
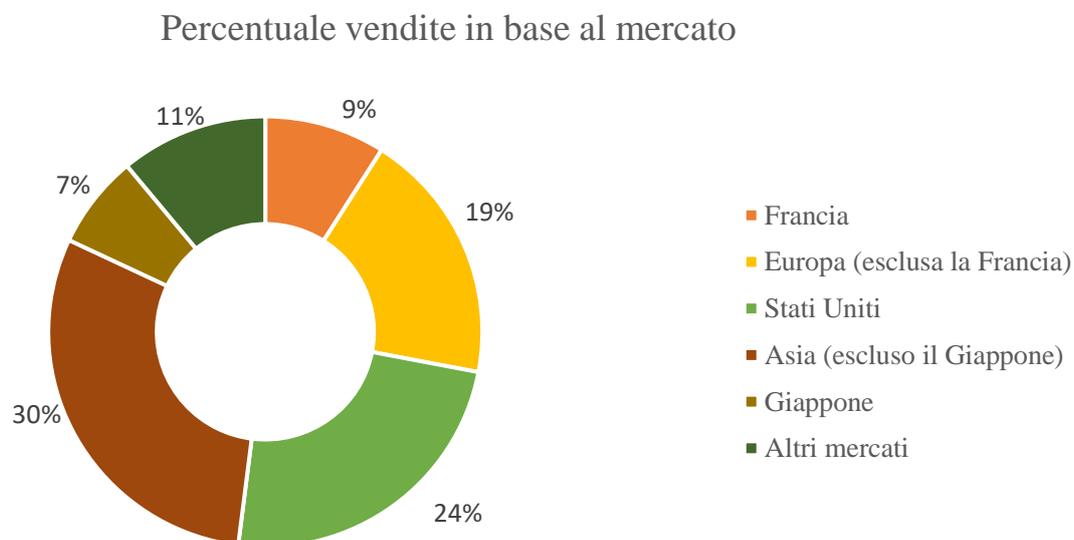
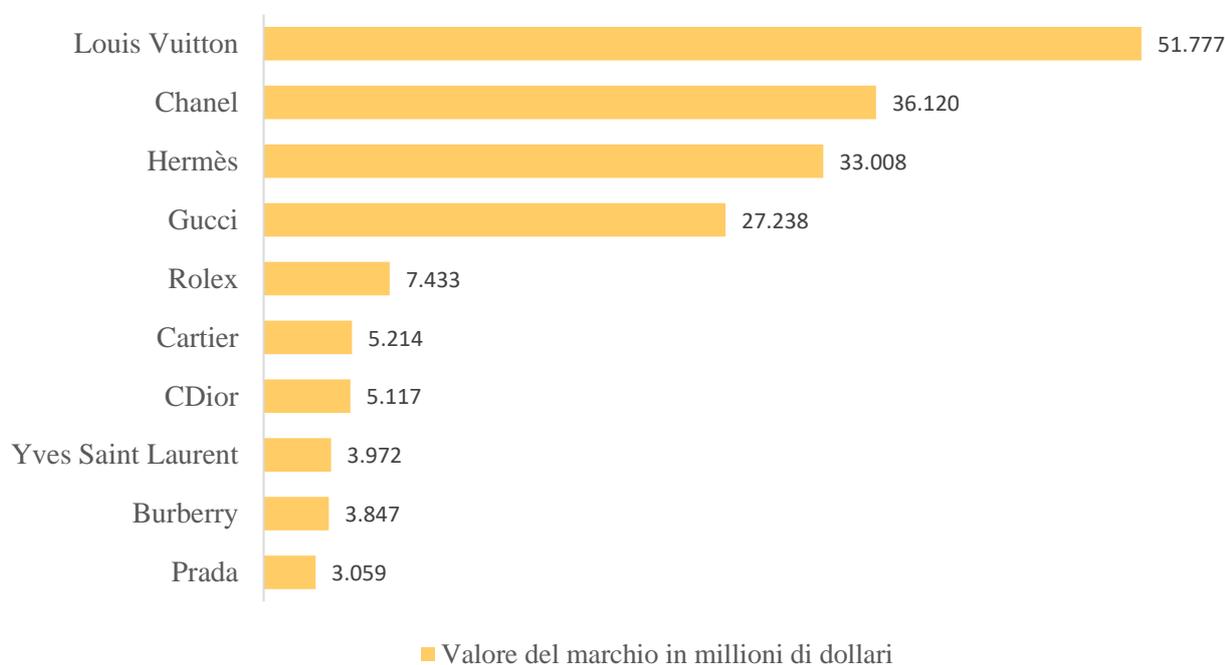


Grafico 2 (elaborazione personale sui dati di LVMH)



I principali competitor di LVMH sono i conglomerati Richemont e Kering, tutti e tre operanti nell'industria dell'abbigliamento, gioielleria ed orologeria di lusso, ma anche nelle altre attività di intrattenimento e viaggio di alta fascia. Inoltre, detengono molteplici marchi in diretta competizione con le maison di LVMH. Ad esempio, Cartier (Richemont) compete nel settore gioielleria ed orologeria con i marchi Bulgari e da poco Tiffany; Gucci e Yves Saint Laurent (Kering) competono nelle divisioni di abbigliamento, accessori, e profumeria e cosmetica con Louis Vuitton, Fendi e gli altri già citati del gruppo. Anche le aziende indipendenti Hermes e Chanel sono ottimi avversari del colosso francese nel settore lusso; l'indipendente Rolex rivendica il primato di miglior marchio di orologeria.

Considerando le singole maison, Louis Vuitton rimane al momento il marchio con il più alto valore di mercato, le cui stime mostrano un valore pari circa a **52 miliardi di dollari**. Secondo le recenti analisi di Statista 2021, questa è la classifica dei marchi di maggior valore nel 2020 (Statista. com, 2021):



(Elaborazione personale in base ai dati di Statista.com)

Focus: Tiffany & Co.

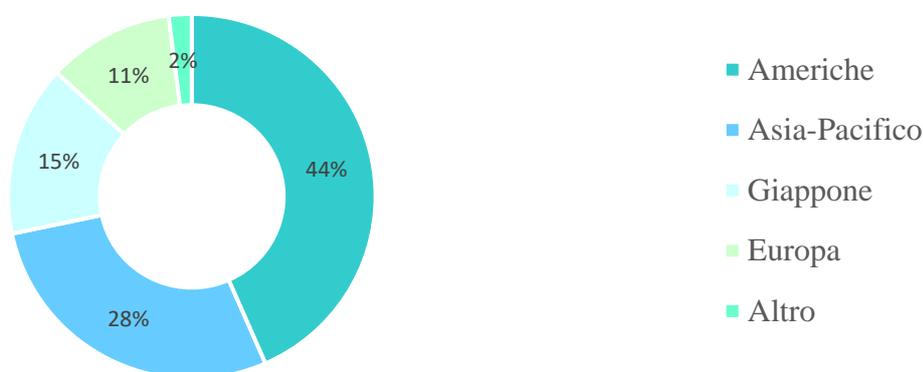
Con più di 300 negozi a livello globale, Tiffany fonda la sua fama nell'alta qualità di tutto il processo di approvvigionamento e lavorazione di diamanti e metalli preziosi, ma anche dalla continua scoperta ed introduzione di nuove pietre colorate semipreziose, da sempre simbolo di eleganza e prestigio. Gli standard elevati di qualità del prodotto non riguardano però solo la peculiarità delle pietre e dei materiali utilizzati, ma anche l'aspetto sociale e ambientale, con un impegno e dedizione sempre crescenti. Infatti, l'impresa vanta il titolo di leader nella tracciabilità dei diamanti, avendo implementato uno specifico protocollo che garantisce un approvvigionamento responsabile delle pietre preziose, nonché una relazione con fornitori affidabili e in zone non belligeranti (Tiffany & Co., 2021).

L'impresa si è aggiudicata la posizione di diciottesima nella classifica delle Top 100 aziende del lusso secondo il GPLG 2020 Deloitte, con un **fatturato di 4,442 miliardi di dollari** e un **utile di 586 milioni di dollari**. Le aree di attività includono nord e sud America, l'Asia, il Pacifico, il Giappone, l'Europa e gli Emirati arabi. Il segmento delle Americhe dell'azienda, che comprende Stati Uniti, Canada ed America Latina, ha le migliori prestazioni dal punto di vista delle vendite.

A partire dall'anno fiscale 2017, la percentuale delle vendite nelle Americhe è andata diminuendo, dal 45% al 43% delle vendite del 2019, a causa di diverse motivazioni che analizzerò più avanti. Più positivo il segmento APAC, ovvero Asia Pacific – che esclude il Giappone – che ha visto un aumento delle vendite del 2% nel periodo 2017-2019, passando da 1,095 miliardi di dollari a 1,258. Anche il Giappone segue il trend positivo, aumentando di appena l'1%, da 596 miliardi di dollari a 694,8. Il mercato europeo, punto debole dell'azienda, ha invece subito un ulteriore calo dell'1% dopo una breve ripresa dell'anno precedente – la discesa è iniziata nel 2015 – passando da 504 del 2018 a 498 milioni di dollari. Anche il numero dei negozi per località si allinea con l'ordine delle vendite per segmento geografico, con zona trainante le Americhe.

Grafico 1 (elaborazione personale in base ai dati di Tiffany & Co del 2019)

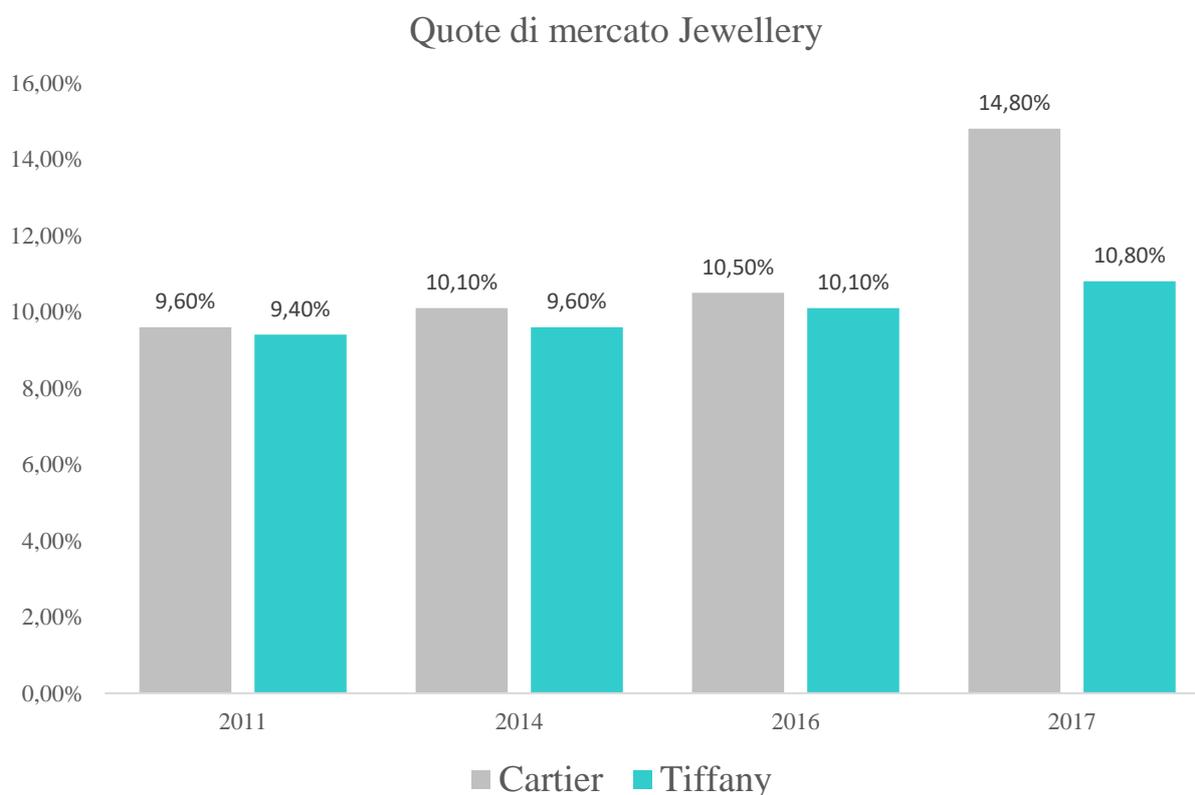
Percentuali delle vendite nel in base all'area geografica



Per penetrare nei mercati esteri, Tiffany ha effettuato investimenti diretti per formare società controllate che avrebbero gestito le sue proprietà. La Holding Tiffany & Co è stata fondata nel 1984, si è quotata in borsa nel 1987 ed opera attraverso “Tiffany” la principale filiale e le sue altre società controllate, collettivamente “La Società”. Attraverso le sue filiali, Tiffany progetta e produce prodotti e gestisce negozi al dettaglio in tutto il mondo. Poiché Tiffany & Co è una holding, non ha operazioni proprie, ma una quota di controllo delle azioni delle filiali. Questa struttura contrasta in parte con quella tipica di una società madre, in cui gli affari effettivi vengono seguiti regolarmente. Per arrivare alla sua posizione attuale nel mercato, Tiffany ha dovuto operare in modo efficiente e ha dovuto spingere e monitorare anche i suoi affari internazionali.

Per quanto riguarda i concorrenti stranieri, l'impresa statunitense è da anni testa a testa con Cartier, anch'esso noto per i prodotti di alta qualità e le relazioni con i reali e le celebrità. Secondo un'analisi di Euromonitor International data del 2018, già dal 2011 Cartier e Tiffany si contendono la quota più alta del mercato della gioielleria di lusso, con le rispettive percentuali del 9,6% e 9,4%. A partire da quell'anno, il divario tra le due quote è andato aumentando: prima tra i 10-20 punti base, fino a 40 punti base nel 2016, con Cartier che deteneva il 10,5% e Tiffany con il 10,1%. Nel 2017, sempre in base ai dati di Euromonitor del 2019, Tiffany rappresenta il 10,8% del mercato dei gioielli e si posiziona come terzo sotto il leader Cartier con il 14,8%, seguito dal 7,5% di LVMH (Grafico 1).

Grafico 1 (elaborazione personale in base ai dati Euromonitor)



Capitolo II: Profili strategici dell'operazione

In questo capitolo parto da un'analisi del settore della gioielleria e dei principali brand, evidenziando gli ultimi trend e performance del segmento e leader, con un focus su Tiffany e Bulgari. Proseguo concentrandomi sulle motivazioni strategiche che hanno determinato l'acquisizione ed infine introduco le modifiche nella gestione che hanno portato nuovi incarichi all'interno dell'azienda.

Il segmento della gioielleria e orologeria di lusso ed il contesto dell'operazione.

Il segmento jewellery and watches rappresenta poco più del **30% del mercato dei beni di lusso** e nel 2019, anno in cui Arnault avanzò la sua prima proposta, aveva mostrato le seguenti performance:

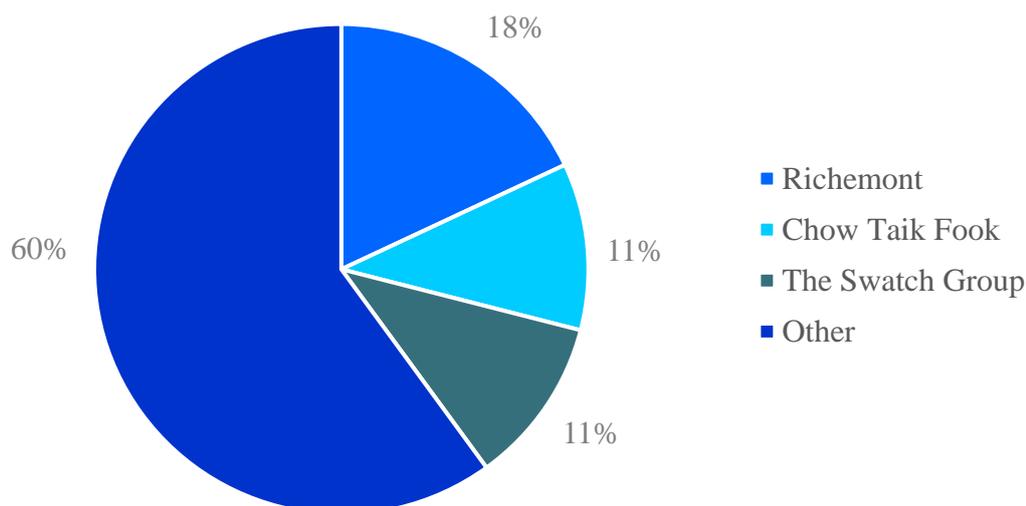
- un tasso di crescita delle vendite del 6,1%;
- un aumento del net profit margin pari al 10,2%;
- un CAGR per il periodo 2016-2019 del 4,4%.

Rispetto al 2018, il tasso di crescita delle vendite del segmento risulta diminuito, passando da 7,9% a 6,1%, dato comunque nella media delle variazioni percentuali nelle vendite riscontrato in tutti gli altri settori del lusso, che hanno visto una diminuzione media del fatturato intorno al 2%, rispetto al più brioso 2018. Le dimensioni delle imprese operanti nel settore vantano in media vendite per 2,5 miliardi di dollari, cifra inferiore solo alle aziende multiple di beni di lusso, leader indiscussi nel mercato a livello di dimensioni e fatturato, e alle aziende del segmento cosmetica e profumeria, che di poco supera i 3 miliardi (Deloitte, 2020).

I leader della gioielleria ed orologeria di lusso, in base alla classifica top 100 del Deloitte GPLG 2020, sono i seguenti tre grandi gruppi: Richemont, Chow Tai Fook e Swatch Group, a cui è attribuibile una fetta pari al 40% del segmento. Il restante 60% riguarda altri 28 brand indipendenti ed in alcuni casi locali, come Rolex, Fossil e Tiffany. Mentre Cartier è leader indiscusso da tempo, Chow Tai Fook ha sperimentato negli ultimi anni una crescita a due cifre, arrivando a detenere l'11% del mercato, così come Swatch Group, che nel 2019 ha fatturato 8,2 miliardi di franchi svizzeri ovvero 7,44 miliardi di euro. Va sottolineato che un ruolo importante nell'ottenimento delle precedenti quote, gioca la produzione di orologi di lusso, categoria di prodotto che penalizza altri marchi altamente validi di gioielleria, ai quali non è riconosciuta la produzione di orologi di alta fascia, tra cui la stessa Tiffany & Co.

Grafico 1: (elaborazione personale dei dati di Deloitte 2020)

Quote di mercato settore orologeria-gioielleria 2019



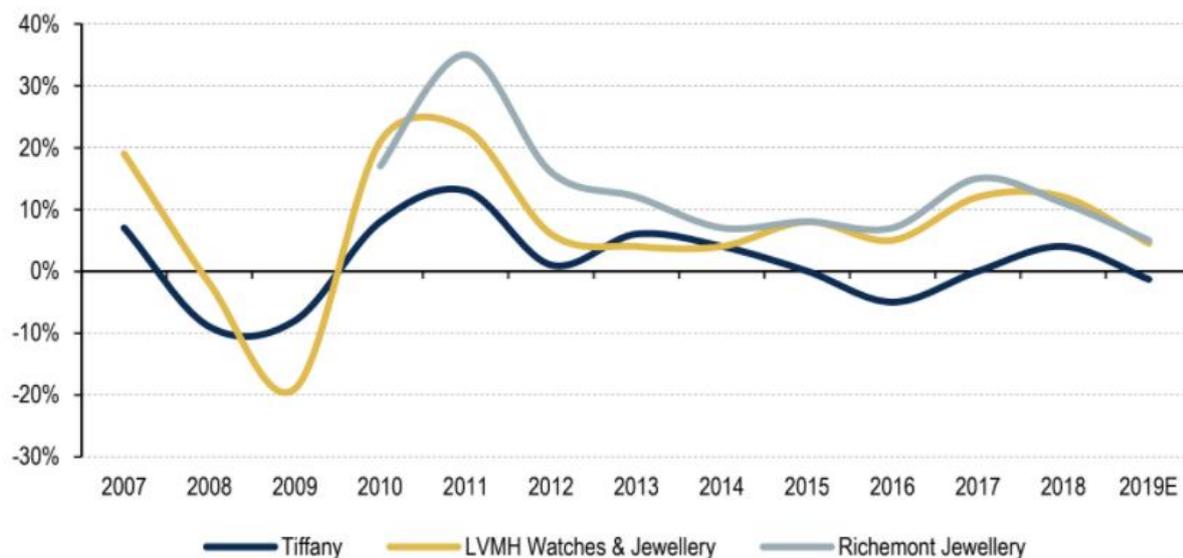
Focalizzandosi esclusivamente sul segmento gioielleria, tre sono i marchi trainanti: Cartier (Richemont), Bulgari (LVMH) e Tiffany & Co. Il numero uno è da più di 10 anni Cartier, appartenente al gruppo svizzero Richemont, che detiene circa il 15% del segmento gioielleria. Tale area di business rappresenta il 51% totale dell'attività del gruppo, a cui si unisce il 21% di orologeria specializzata. La sola divisione jewellery nel 2019 ha fatturato più di 7 miliardi di dollari, su un totale di quasi 14 miliardi di vendite del gruppo. Da sola Cartier realizza quasi la metà dell'intero fatturato del gruppo, seguito da Van Cleef e Montblanc (Richemont, 2019). Nel 2014, secondo la classifica Interbrand dei 100 migliori marchi globali, a seguire Cartier era Tiffany e, in generale, il segmento della gioielleria era composto solo per un 12% dai gruppi più grandi, mentre il resto del mercato era popolato principalmente da marchi locali. Ad esempio, in Germania spopolava Christ mentre in Cina Chow Tai Fook. (McKinsey, 2014)

A partire dal 2014, Tiffany ha subito una perdita di competitività rispetto alle altre due maison ed i ricavi hanno iniziato ad appiattirsi in confronto all'8%-10% di CAGR visti per le divisioni gioielleria di LVMH e Richemont (Grafico 1). Grazie all'acquisizione da parte di LVMH, il marchio Bulgari ha vissuto un'impennata, ritornando ai valori precrisi 2008, con un raddoppio delle vendite e dei ricavi. Al contrario di Cartier e Bulgari, negli ultimi cinque anni l'azienda statunitense ha sottoperformato, a causa di diversi fattori. Da un lato, la situazione di svantaggio è attribuibile ad una debole innovazione dei prodotti, dall'altra ad una mancata opportunità di crescita a causa della minore esposizione al mercato cinese, che è invece maggiore nelle altre due maison. Anche la presenza nel mercato europeo si è dimostrata negativa a partire dal 2015 (Grafico 2). L'eccessiva esposizione nel mercato statunitense, pari al 44% delle vendite totali nel 2019, si è rivelata un fattore di debolezza, soprattutto a confronto con i più internazionali marchi rivali. Ciò ha condotto ad un calo dei ricavi stimato del 2% nel 2019, anche a causa del minore turismo cinese negli Stati Uniti. (Bank of America, Dicembre 2019).

Queste situazioni sfavorevoli hanno contribuito al sorpasso del marchio statunitense sul mercato da parte di altri colossi internazionali, come il sopra citato conglomerato Chow Tai Fook con sede a Hong Kong, che fa leva su una clientela asiatica più ampia e si muove in un mercato il cui valore nel 2019 ha raggiunto il suo picco maggiore, pari a 130 miliardi di dollari (Fortune Business Insights, 2020).

Grafico 1: vendite a confronto, Tiffany, LVMH e Richemont 2007-2019 (Elaborazione di Bank Of America)

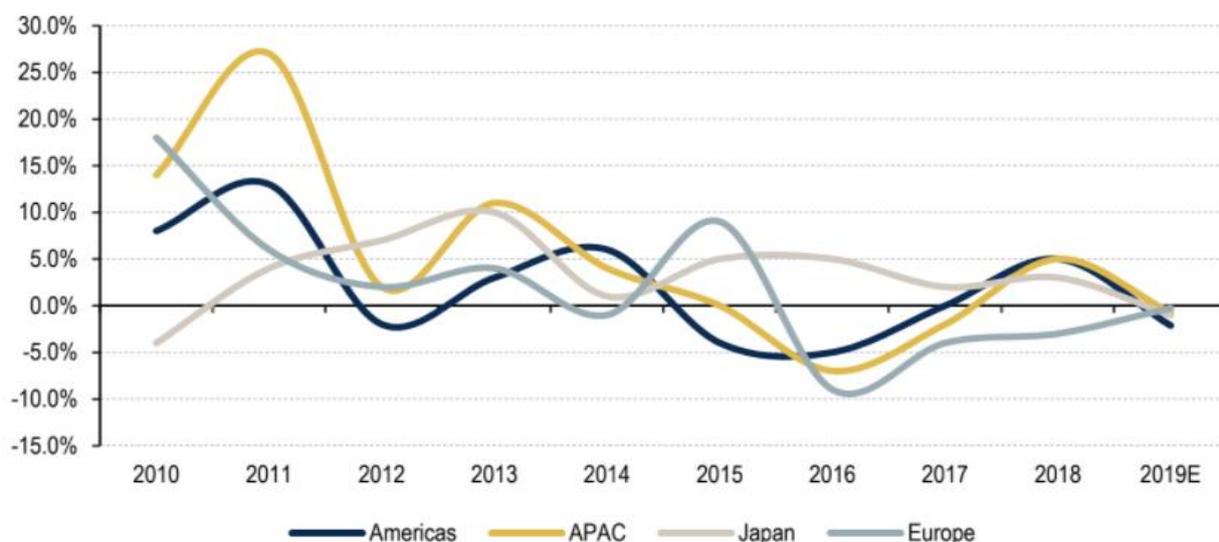
Revenue growth yoy for Tiffany and key competitors, cFX



Source: BofA Merrill Lynch Global Research estimates, company report

Grafico 2: andamento vendite di Tiffany in base alla zona geografica (Elaborazione di Bank of America)

Tiffany regional revenue yoy growth, cFX



Source: BofA Merrill Lynch Global Research estimates, company report

Il report *The jewellery Industry in 2020* di McKinsey (2014), ha poi predetto altri due fenomeni che si sono effettivamente verificati nel settore e che hanno portato al consolidamento dell'industria dei gioielli di lusso. Da una parte, hanno avuto luogo le previste fusioni ed acquisizioni messe in atto dai gruppi nei confronti dei gioiellieri nazionali indipendenti, come dimostra la serie di acquisizioni dei brand già citate; dall'altra, le case di moda operanti nell'abbigliamento di fascia alta o nella pelletteria, hanno introdotto per la prima volta collezioni di gioielli oppure hanno reso più ampi i loro assortimenti, allo scopo di favorire la crescita della gioielleria di marca. Ad esempio, nel corso del 2018, molte maison del lusso hanno deciso di debuttare per la prima volta in tale segmento, a partire da Gucci, con la collezione *Hortus Deliciarum* a luglio, Armani con la linea *Privè Haute Jewellery* - interamente made in Italy - seguita dalla main line di Giorgio Armani, e infine anche Prada.

Un momento difficile per Tiffany.

Come accennato precedentemente, Tiffany ha subito negli ultimi 5 anni un calo di competitività, con una ripresa nel 2018 che si è rivelata però solo momentanea. Nel 2019, l'azienda è stata fortemente penalizzata dalla lunga guerra commerciale USA-Cina, dall'aumento del potere del dollaro e dalle proteste a Hong Kong, tutti elementi che hanno interrotto le vendite presso il gioielliere di lusso e i viaggi verso gli Stati Uniti - gli acquisti dei turisti rappresentano il 12% delle vendite dell'azienda nelle Americhe. Le rivolte durate mesi a Hong Kong hanno paralizzato il centro finanziario asiatico ed acceso le preoccupazioni degli investitori. Il CEO Bogliolo ha riferito che a causa delle proteste, Tiffany ha perso sei giorni di vendita ad Hong Kong, che rappresenta il suo quarto mercato più grande. Alla fine del primo semestre del 2019 l'utile netto è sceso a 136,3 milioni di dollari, rispetto ai 144,7 milioni di dollari dell'anno precedente, ovvero è sceso a 1,12 dollari per azioni invece che 1,17 dollari per azioni del 2018. Le vendite sono diminuite a 1,05 miliardi di dollari, da 1,08 miliardi di dollari dell'anno passato, al di sotto anche delle aspettative per 1,06 miliardi di dollari. Le vendite dei negozi in tutto il mondo, operanti da almeno 12 mesi, sono scese del 4%, ovvero 3% escludendo il tasso di cambio, comunque peggiore del tasso atteso dell'1,3%. Le stesse vendite negli Stati Uniti sono scese del 4% a valuta costante. Rispetto ai dati del semestre del 2018, la valutazione di Tiffany in base alle azioni è scesa di oltre il 36% e all'inizio del 2019 l'azienda ha dovuto tagliare le sue aspettative per l'intero anno. (CNBC, 2019)

LVMH e la divisione gioielleria: la maison Bulgari.

LVMH ha iniziato a inglobare il segmento della gioielleria ed orologeria a partire dagli anni duemila e la crescita di tale divisione è stata lenta, interessando sempre basse percentuali dei ricavi totali (Grafico 1), per entrate via via sempre più crescenti (Grafico 2). Nel 2011, prima dell'acquisizione di Bulgari, il settore rappresentava solo il 4,35% del fatturato del gruppo; ancora, nel 2018 era il segmento più piccolo per valore, avendo generato quell'anno solo l'9% dei ricavi, su un totale complessivo di 47 miliardi del gruppo. Lo scopo dell'acquisizione di Bulgari risiedeva per lo più nel guadagnare competitività nella divisione orologi e gioielli sui competitors del settore, nettamente in vantaggio rispetto a LVMH; ora la motivazione dell'interesse per

Tiffany risulta dettato dalla volontà di consolidare la propria posizione come colosso del lusso, conquistando una quota di mercato difficilmente superabile. Del gruppo francese fanno già parte Bulgari, Givenchy e Fendi, con il primo come leader, rilevato interamente nel 2011 per 3,2 miliardi di euro e rilanciato con successo dal colosso francese. (LVMH, 2020).

Il marchio Bulgari, nato nel 1884 a Roma, con collezioni ispirate dapprima alla tradizione orafa francese e poi al classicismo greco-romano ed al Rinascimento, è ritenuto uno dei più noti marchi italiani del lusso. È simbolo di eccellenza nel campo dei gioielli, ma ha anche saputo adottare una strategia di diversificazione creando una linea di dieci profumi che ha avuto un successo internazionale. Dopo anni di ottimi risultati finanziari – che hanno portato alla quotazione nelle borse di Milano e Londra nel 1995 e all’acquisizione di diversi marchi di orologeria di fascia alta come Daniel Roth e di alta gioielleria come Crova – ha fortemente risentito della crisi finanziaria globale alla fine del 2008. Da quel momento, il marchio è diventato l’obiettivo delle operazioni di acquisizione da parte di LVMH, che da tempo aspettava l’occasione giusta per rafforzare la suddetta divisione. La presenza di Bulgari ha permesso di aumentare la profittabilità del segmento gioielli e orologi per poter competere con Cartier di Richemont e Swatch, nonché di rafforzare la presenza del gruppo francese in Giappone, da cui derivava il 21% delle vendite del marchio italiano. Dal canto suo, Bulgari ha potuto risollevarsi dalla crisi, riacquistando liquidità ed in meno di due anni i margini finanziari del marchio italiano sono tornati come quelli precedenti alla crisi (Bulgari, 2021).

Grafico 1 (Elaborazione personale sui dati del Financial Times)

Vendite (bln di euro) per area di business

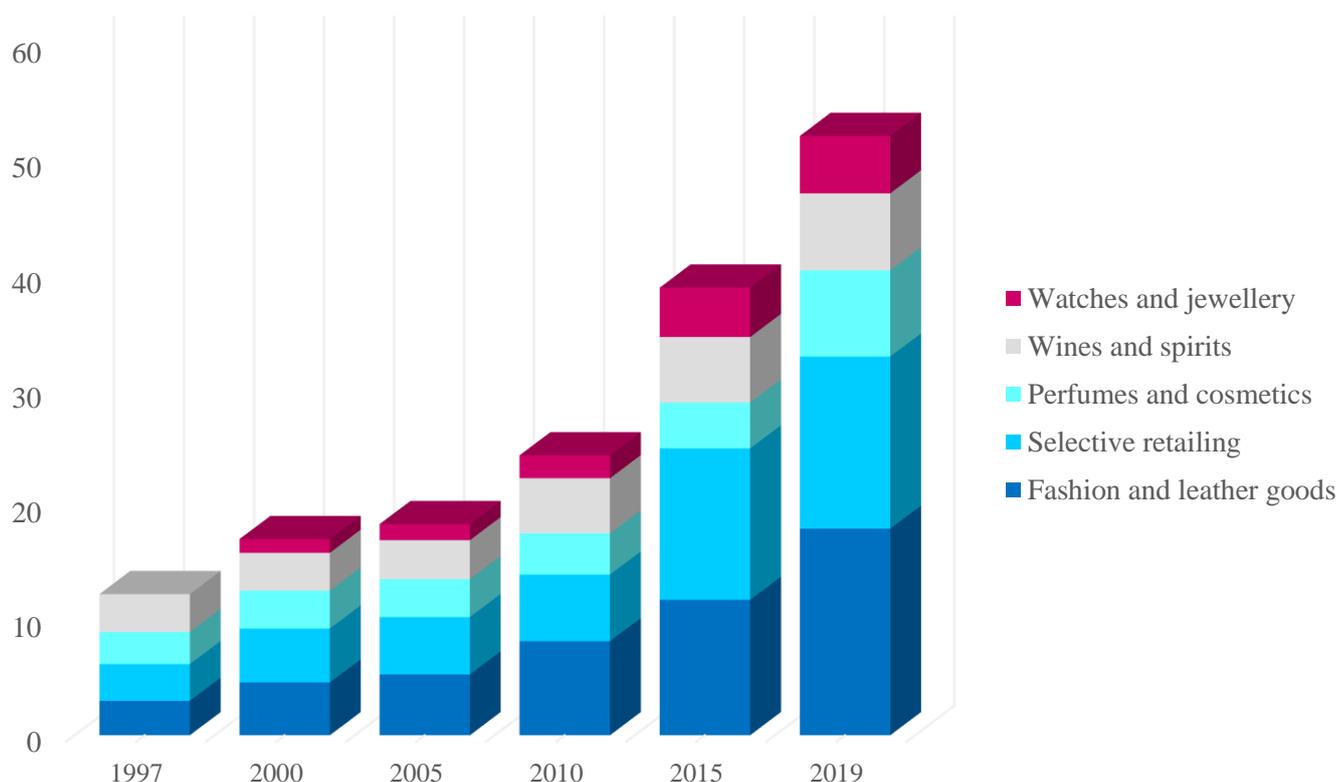
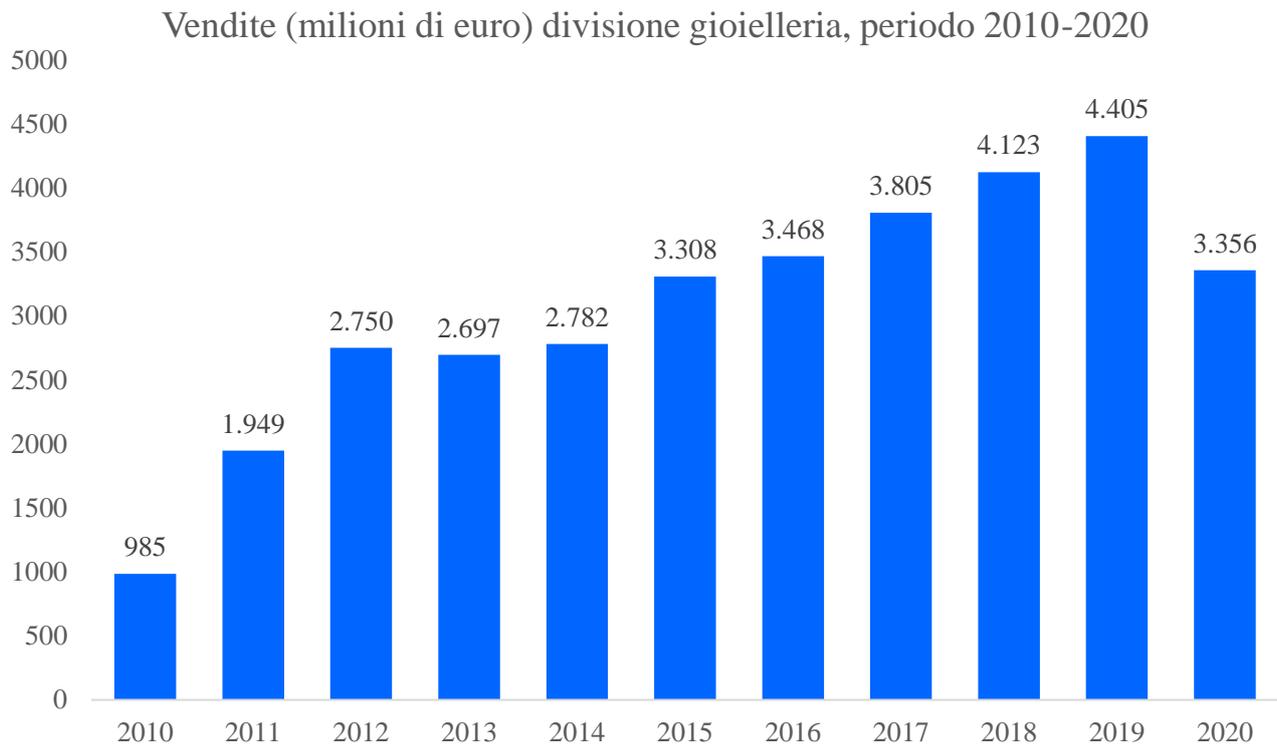


Grafico 2 (elaborazione personale sui dati di LVMH)



I motivi dell'interesse di LVMH per Tiffany e Co.

I motivi che hanno portato Bernard Arnault ad acquisire il gioielliere americano sono molteplici e in parte risiedono nelle sinergie che il colosso francese si attende di ottenere dall'unione delle due società e nelle strategie che si impegnerà a mettere in atto per rilanciare il marchio.

In questa sede analizzerò le principali motivazioni, che a mio avviso sono riassumibili in:

- 1) Consolidamento di LVMH nel settore della gioielleria;
- 2) Espansione del gruppo presso il mercato statunitense e giapponese;
- 3) Possibilità di crescita attesa per Tiffany & Co;
- 4) Puntare ai nuovi ricchi asiatici;
- 5) Tiffany come marchio complementare rispetto alle altre maison della gioielleria di LVMH;
- 6) Espansione della divisione del lusso esperienziale.

Opportunità di consolidamento nel settore della gioielleria.

L'acquisizione di Tiffany garantisce un forte consolidamento del comparto dei gioielli, guadagnando terreno nei confronti dei competitors, che dovrebbero anch'essi mirare a rafforzarsi nei riguardi del colosso francese. Se la spartizione del mercato della gioielleria del lusso nel 2017 – secondo le già citate analisi di Euromonitor International – vedeva Richemont al primo posto con il 14,8% del mercato, Tiffany al secondo con il 10,8% e

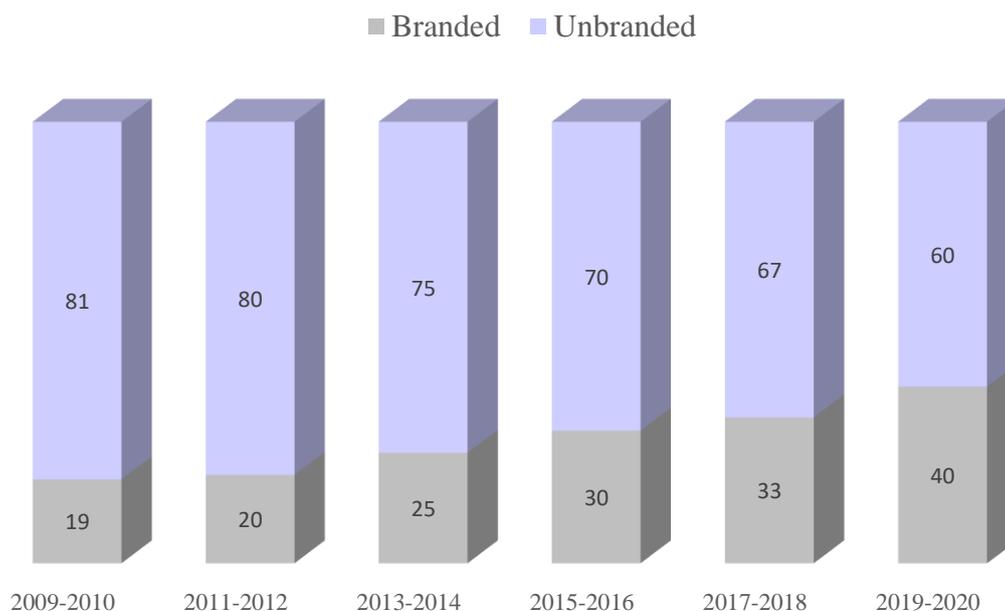
LVMH al terzo con una percentuale del 7,5%, l'unione delle ultime due porta nettamente il colosso francese a guadagnare la posizione di primo in classifica, con una quota del **18%** del mercato ed uno scarto nei confronti del rivale Richemont di quasi il 4%. Aggiungere Tiffany ai libri di LVMH significa più che raddoppiare le entrate della divisione gioielli a **9,6 miliardi di dollari**. Inoltre, i marchi ben consolidati con dimensioni scalabili sono pochi e il settore gioielleria presenta delle elevate barriere all'entrata. È anche per questo motivo che, dopo la notizia della volontà di espandersi da parte del rivale francese, Richemont ha risposto con l'acquisto nel settembre del 2019 del 100% di Buccellati Holding Italia spa, proprietaria del brand Buccellati in mano al gruppo cinese Gangtai.

Il settore della gioielleria è inoltre ritenuto uno dei segmenti in più rapida crescita di tutta l'industria del lusso. Secondo le previsioni di Bain & Co, all'inizio del 2019 il mercato della gioielleria era atteso crescere del 7% nello stesso anno, ovvero 2 punti percentuali in più dell'intero settore del lusso, per un mercato globale da 20 miliardi di dollari, ovvero 18 miliardi di euro. Il senior analyst di Bernstein Luca Solca ha riferito che la gioielleria, grazie alla penetrazione relativamente bassa di prodotti brandizzati, presenta ampi spazi di crescita per il prodotto griffato, nonché ottimi margini attesi (Pambianconews, 2019), come mostra il Grafico 1.

In generale, l'industria della gioielleria è in crescita già da una decina di anni, grazie soprattutto alla spinta del mercato cinese, che è cresciuto nel 2019 quasi del 6% rispetto all'anno precedente (Daxueconsulting, 2020). Dopo un rallentamento del settore a causa degli attacchi terroristici dell'inverno 2015-2016, la gioielleria si è successivamente caratterizzata di una solidità unica: quella di alta fascia è tornata a crescere del 9,7% nel 2017, valendo 60 miliardi di dollari, pari al 20,6% dell'intero mercato dei beni di lusso. Negli ultimi tre anni, i grandi marchi della gioielleria hanno sovraperformato, prospettando una continuazione della tendenza. Tutt'ora, nonostante la pandemia, si stima una crescita sostenuta fino al 2026 (dfo.media, 2021).

Grafico 1: Possibilità di crescita dei prodotti di marca nel settore della gioielleria (elaborazione personale sui dati di Mckinsey 2014, aggiornati)

Branded vs Unbranded % jewellery



Maggior espansione nel mercato statunitense e giapponese.

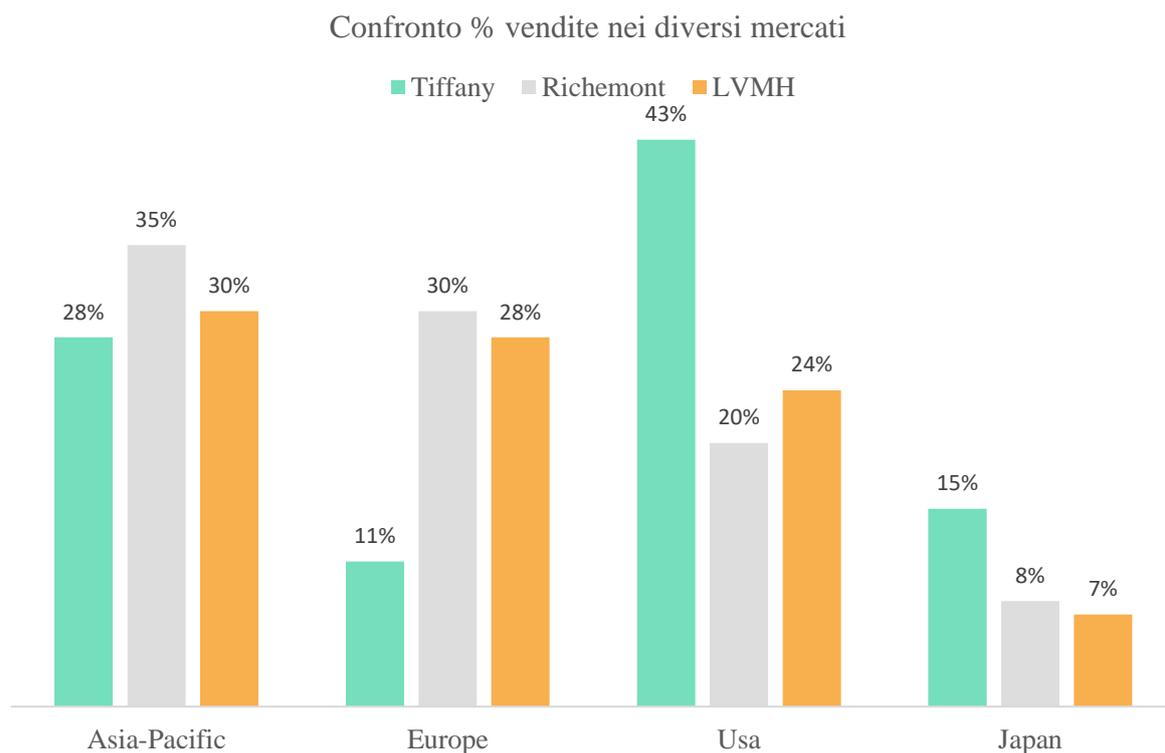
Tiffany è il primo marchio di alta gioielleria americano, divenuto già dal Novecento un mito per l'America che ne rappresenta il mercato più attivo con il 43% delle vendite totali. Il posizionamento come leader nel settore della gioielleria americana è fortemente radicato nel rapporto emotivo tra il consumatore e il brand, soprattutto grazie al legame culturale che è stato creato con gli Stati Uniti. L'azienda, nel corso del tempo, ha realizzato per la federazione numerosi cimeli e prestigiosi ed ambiti trofei sportivi, come il NFL Vince Lombardi Super Bowl per il primo Super Bowl del '67, quello per il campionato NBA nel '78 e ancora le coppe legate alle gare della United State Tennis Association e alle competizioni automobilistiche NASCAR Sprint Cup e PGA TOUR. Anche la presenza al cinema ha contribuito ad alimentare la fama del marchio, grazie alla sceneggiatura di "Colazione da Tiffany" nel 1961. Il legame con la cultura americana continua ancora oggi, grazie alle collaborazioni con influencer di alto livello, soprattutto per incrementare la sua rilevanza tra le nuove generazioni di consumatori, come la scelta della modella americana Kendall Jenner come indossatrice di Tiffany & Co al Met Gala 2018 (Tiffany & Co, 2021).

La consistente esposizione al mercato americano risulta una caratteristica esclusiva di Tiffany, il cui contributo del 43% di tutte le vendite effettuate è maggiore rispetto al 24% di LVMH e il 18% di Richemont. L'acquisizione di Tiffany permetterebbe quindi al gruppo francese di migliorare fortemente la presenza nel mercato statunitense ed al contempo guadagnare competitività rispetto al conglomerato svizzero, ancora poco presente sul mercato citato.

Stesso vantaggio deriva dalla positiva esposizione del marchio statunitense sul mercato giapponese, le cui vendite risultano essere, in percentuale, il doppio di quelle dei rivali, con il 15% delle vendite da questa regione, rispetto al 7% di LVMH e 8% di Richemont. (Bank of America, Dicembre 2019)

Di conseguenza, risulta un'esposizione inferiore in Europa, pari all'11%, e nell'area Asia-Pacific, pari al 25% - inferiore di 1/3 rispetto ai competitors - che si confrontano con le rispettive di LVMH pari a quasi il 30% in EU e 30% in Asia e Richemont con 30% e 35%. (Bank of America , Dicembre 2019). Questi dati apparentemente negativi, rappresentano invece un'interessante opportunità di crescita per l'azienda americana, in quanto l'espansione sui mercati suddetti si configura come un promettente obiettivo a medio termine, su cui LVMH intende puntare.

Grafico 1: percentuali vendite per area geografica (mia elaborazione in base ai dati dei Report 2019)



Un marchio che presenta ancora una crescita potenziale.

LVMH ha intenzione di concentrarsi sul rilancio della crescita dell'azienda statunitense, sul rinnovamento del marchio e sull'aumento dei margini, come ha fatto con successo con Bulgari.

Dalla sua acquisizione nel 2011, Bulgari è stata ritrasformata in una delle più rinomate maison di gioielli al mondo, raddoppiando i suoi ricavi e quintuplicando il suo margine operativo, fino a raggiungere il 24% nel 2019. Le aspettative dell'aumento dei margini per Tiffany risultano essere le medesime, nonostante si ritenga che il rialzo sarà probabilmente più limitato, in quanto si tratta di un marchio molto più grande, con margini già elevati. Mentre il margine lordo si attesta su un 63% nel 2018, quello operativo rimane indietro con il 18% nel 2018, valore svantaggiato a causa di una mancanza di crescita dei ricavi e di spese in investimenti che non si sono mostrati idonei a ravviare il brand. (Bank of America , Dicembre 2019). Nel 2019 i suddetti margini hanno visto entrambi una diminuzione del'1%.

Il margine lordo, in particolare, ha raggiunto nel 2019 il 62,4%, migliorando in maniera costante dal 57% del 2012, con un picco nel 2017 (Grafico 1). Questo è stato principalmente guidato da minori costi delle materie prime, da aumenti dei prezzi e, in misura più contenuta, da minori vendite provenienti dal canale dei diamanti all'ingrosso. Si tratta di un valore già molto elevato, per questo è improbabile che cresca ancora in futuro, come è stato confermato dal management di LVMH durante una conferenza successiva all'annuncio dell'accordo.

Il margine operativo di TIF ha raggiunto il 17% nel 2019 – al di sotto del 38% della maison di gioielleria di Richemont e il 24 % stimato di Bulgari (Grafico 2). Secondo gli analisti di Bank of America, ciò è dovuto ad una minore leva operativa da crescita dei ricavi, investimenti continui ma infruttuosi e un mix di prodotti sfavorevoli. In questo caso, il picco dei margini operativi è nel 2016, con il 23%. Sotto il controllo di LVMH, è molto probabile che tali valori possano aumentare.

Grafico 1 (elaborazione personale sui dati di Bank of America 2019, aggiornati)

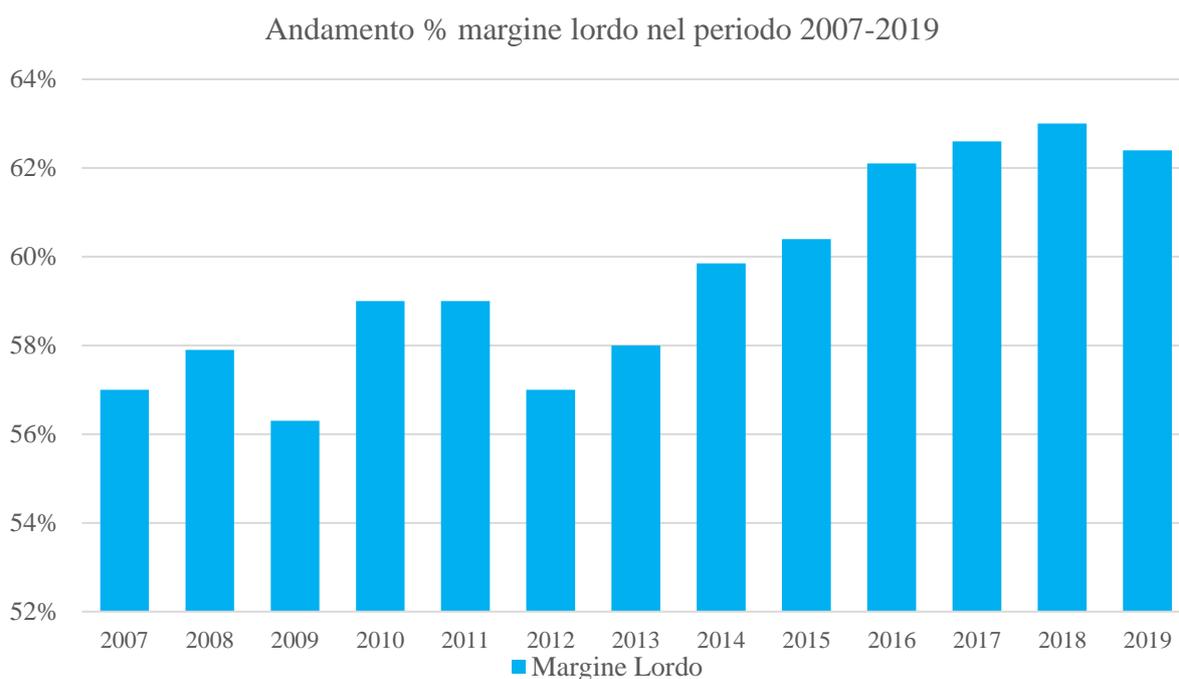
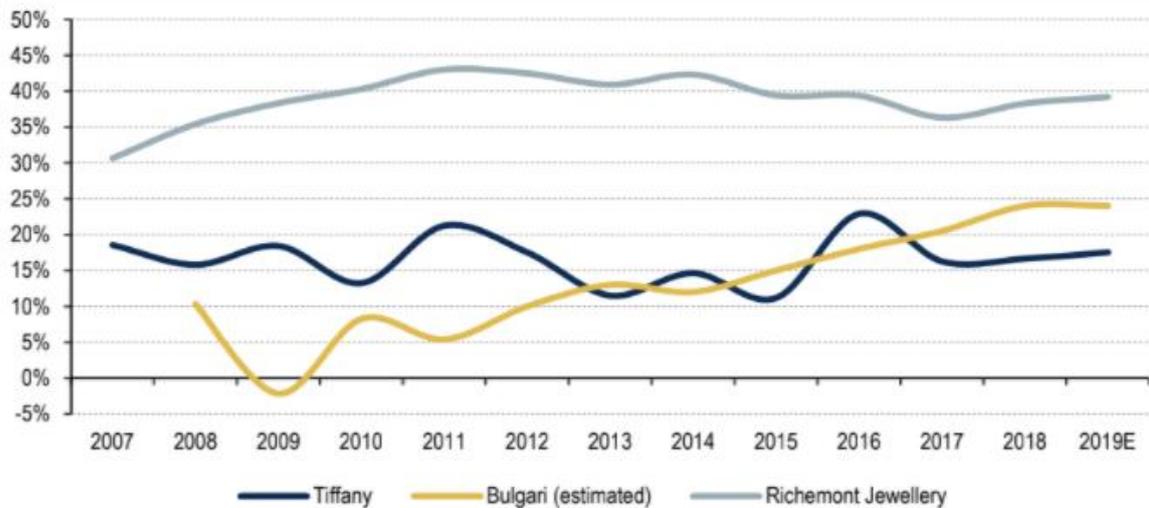


Grafico 2: Margini operativi a confronto, periodo 2007-2019 Bank of America, 2019

Operating margin for Tiffany and key peers



Source: BofA Merrill Lynch Global Research estimates, company report

LVMH si concentrerà poi sulla parte alta del portafoglio, al fine di elevare l'immagine del marchio, senza necessariamente tagliare i prodotti entry-level. Il management di LVMH ha infatti dichiarato che i prodotti di fascia bassa, che hanno margini lordi più elevati ma potrebbero danneggiare l'immagine del lusso del gruppo, rimarranno comunque una parte importante del portafoglio prodotti. In compenso, si prevede di lanciare nuove categorie di prodotti di fascia elevata come gli orologi, al fine di diventare rilevanti anche per gli uomini. In questo senso, si vuole sfruttare l'esperienza di LVMH con i clienti cinesi, investendo in A&P – le spese di marketing di Tiffany sono pari al 7% delle vendite, contro l'11% di LVMH – e nei negozi (Bank of America , Dicembre 2019). In parte si tratta di una strategia già approvata da Bogliolo, che si era espresso favorevole all'aumentare gli investimenti in diverse aree, tra cui la tecnologia, le comunicazioni di marketing ed il visual merchandising e le presentazioni nei negozi. Ci si aspetta per questo un impatto negativo sulla redditività nei primi due anni, con una diminuzione del margine operativo al 15-16% ma si crede che il margine di Tiffany possa salire dal 17% del 2019 al +20% nel medio termine. Inoltre, con Tiffany non quotata, gli investimenti necessari richiesti dal rinnovamento del marchio, saranno fatti lontani dalla pressione a breve termine dei mercati finanziari. (Bank of America , Dicembre 2019)

La promettente espansione in Asia e soprattutto in Cina.

In base alle analisi di Bain & Company, la Cina continentale è stata un motore di crescita per l'industria del lusso negli ultimi anni e nel 2019 il mercato è cresciuto del 26% a tassi di cambio costanti, per un valore di 30 miliardi di euro. I clienti cinesi hanno rappresentato il 90% della crescita costante del mercato nel 2019, raggiungendo il 35% del valore dei beni di lusso. Ulteriormente, le politiche governative e i differenziali di prezzo più bassi hanno favorito il consumo locale. Al contrario, la spesa per il lusso ad Hong Kong è stata influenzata negativamente dalle proteste ed il mercato è sceso del 20% nel 2019, fino a 6 miliardi di euro. I clienti millennial – detti anche generazione Y – sono stati costanti acquirenti del lusso: rappresentano il 35% del consumo e si stima che arriveranno a costituire il 45% del mercato nel 2025. È invece la generazione Z,

ancora più giovane, che è pronta a dare un'ulteriore spinta al settore: entro il 2035 potrebbero costituire il 40% degli acquirenti di lusso. L'inserimento di tale categoria nel settore della gioielleria, insieme alla crescita della classe media, in particolare asiatica, stimolerà i segmenti entry-level price, che nel 2019 rappresentavano già il 30% della gioielleria (Bain & Co, Novembre 2019).

Tiffany si è già attivata per attirare questa tipologia di consumatori più giovani – soprattutto provenienti dall'Asia – interessati all'esperienze e alle idee che offrono le aziende, alla notorietà dei marchi e che già mostrano promettenti capacità di spesa. LVMH ha intenzione di sfruttare la presenza di prodotti griffati a prezzi contenuti che promette Tiffany, per avvicinare tale categoria di clienti al gruppo francese; al contempo mira a rendere il marchio più desiderabile agli occhi dei nuovi ricchi.

Tiffany & Co come marchio complementare.

Come detto precedentemente, la divisione gioielli e orologi di LVMH è sempre risultata meno trainante per le vendite rispetto agli altri beni di lusso, ma il vero sprint alla divisione è stato dato dall'acquisto della maison italiana Bulgari nel 2011, che duplicò la grandezza del business dei gioielli e degli orologi. Tiffany è un marchio storico, fondato nel 1837, cinquanta anni prima di Bulgari e, a differenza di quest'ultimo, è stato in grado di estendersi a categorie di prodotto e di prezzi molto diversi fra loro, attirando più tipologie di clienti. Infatti, il marchio americano produce una grande varietà di articoli, tutti business quasi sconosciuti per LVMH. L'azienda americana produce dai classici gioielli come collane, bracciali ed orecchini, ad oggetti pregiati più particolari ma di uso comune, come collari per cani, e ancora articoli per la casa, come i nuovi servizi in porcellana, i vasi per fiori in terracotta, fino ai diamanti da museo, risultando sempre in grado di attirare l'attenzione del pubblico. Alla fine del 2019 ha annunciato la sua prima linea per uomo, un altro business in piena fase di sviluppo nell'industria dei gioielli, che comprende sia i classici come i fermacravatte, che i cosiddetti "toys", come ad esempio le racchette da ping-pong, allo scopo di attirare i nuovi giovani ricchi del pianeta. È questo suo carattere versatile che lo rende un marchio complementare rispetto agli altri già presenti nella stessa divisione di LVMH. La capacità di adattarsi alle nuove mode, senza perdere l'eleganza della maison e a prezzi inferiori rispetto alle alte case di moda del gruppo, permette a LVMH di attingere alla nuova clientela crescente dei millennial agiati, ancora poco inclini a comprare dai marchi di alto lusso. Secondo le stime del gruppo francese, acquisire oggi la clientela più giovane, porterebbe ad una fidelizzazione della stessa, che una volta adulta, diventerebbe più propensa – anche economicamente – ad acquistare dai marchi di più alta fascia del gruppo (ilsole24ore, 2019).

Puntare sul lusso esperienziale.

Infine, l'operazione di LVMH è vincente anche per quanto riguarda i consumatori maturi, che amano un lusso che sia sempre più un'esperienza da vivere, oltre che un oggetto da indossare. Per questo, il gruppo ha puntato all'annessione della particolare divisione che ingloba case editrici, grandi magazzini e catene di hotel e viaggi di lusso, nonché a partire dal 2004 ha dato il via alla catena dei Bulgari hotel e ristoranti. Anche Tiffany ha

mostrato un interesse in tale ambito e nel 2017 ha inaugurato il Blue Box caffè, la prima caffetteria del brand modellata sulla sua famosa confezione, al quarto piano del flagship store a New York, dove si può pasteggiare con il servizio di piatti e bicchieri del marchio (ilsole24ore, 2019).

L'apertura del caffè ha procurato ulteriore pubblicità e ha attirato numerosi clienti, rivelandosi un'ottima mossa anche dal punto di vista del marketing. Sulla scia di queste considerazioni, nel febbraio del 2020 il Blue Box Caffè ha aperto anche a Londra, al pieno terra del grande magazzino di lusso Harrods.

La necessità di creare edifici di lusso in cui trascorrere del tempo ulteriore rispetto allo shopping è ormai un'esigenza di molti brand dall'alta moda, che poco hanno a che fare con il mondo del design degli interni, ma che mirano a creare una connessione ulteriore con il cliente. Anche LVMH ha seguito il trend con l'apertura del Caffè V, primo caffè Louis Vuitton a Osaka, mirante a consolidare il legame intimo e storico tra la maison e il Giappone, la cui presenza risale al 1918.

Tiffany e Louis Vuitton hanno quindi colto l'esigenza crescente della clientela di trascorrere quasi tutto il tempo fuori dalle proprie abitazioni, ma in luoghi che comunque rispecchino l'identità e i valori della persona, ovvero dove sentirsi a casa. La fusione delle due società assicurerebbe un rafforzamento del fenomeno della boutique experience per LVMH, per cui lo shopping non è più il semplice acquisto del prodotto, ma un'esperienza a 360 gradi nell'identità stessa del brand

Aspetti finanziari e le modifiche nei vertici della gestione di Tiffany

Il costo del finanziamento

Alla fine del 2019, LVMH aveva annunciato di voler completare l'acquisizione di Tiffany attraverso finanziamento del credito, che comprendeva:

- un prestito ponte da 8,5 miliardi di dollari;
- una linea di back-up di carta commerciale da 5,75 miliardi di dollari;
- una linea di credito rotativo da 2,5 miliardi di euro, da rifinanziare sui mercati obbligazionari.

(China Renaissance, Flash comments, 2019)

I nuovi incarichi

Con il cambio di proprietà, a poche ore dalla ratifica dell'acquisizione avvenuta il 7 gennaio del 2021, il gruppo francese LVMH ha nominato i nuovi vertici della società americana.

A partire dal 22 gennaio, **l'amministratore delegato** Alessandro Bogliolo lascia il posto ad **Anthony Ledru**, che è stato vicedirettore generale responsabile delle attività commerciali globali per Louis Vuitton, nonché vicepresidente senior Nord America di Tiffany. Il figlio di Bernard Arnault, **Alexandre Arnault**, è il nuovo **direttore esecutivo e responsabile del prodotto e comunicazione di Tiffany**, dopo essere stato il direttore esecutivo presso Rimowa. Infine, **Micheal Burke**, ceo e presidente di Vuitton, è divenuto **presidente del consiglio di amministrazione** di Tiffany.

Hanno poi avuto dei rapporti transitori, lo stesso Alessandro Bogliolo, che ha acconsentito fino al 22 gennaio di rimanere nel suo incarico di ceo per facilitare le transazioni, così come Reed Krakoff, chiamato nel 2017 alla direzione artistica e Daniella Vitale, vicepresidente esecutivo e chief brand officer di Tiffany dal 2019. (LVMH, 2021)

Profili biografici.

Anthony Ledru ha più di 20 anni di esperienza nel settore del lusso. Dal 2017 è stato vicepresidente esecutivo delle attività commerciali globali di Louis Vuitton, che ha raggiunto tre anni prima come presidente e amministratore delegato di Louis Vuitton Americas. In precedenza, è stato Senior Vice President del Nord America di Tiffany & Co. tra il 2013 e il 2014 e ha ricoperto il ruolo di Global Vice President of Sales per Harry Winston International. Ha iniziato la sua carriera nel settore del lusso lavorando per Cartier tra il 1999 e il 2011, prima in America Latina e poi negli Stati Uniti. dove è stato Vicepresidente del Retail per il business nordamericano dell'azienda. Anthony Ledru ha conseguito un master presso la SKEMA Business School.

Alexandre Arnault ha guidato Rimowa da gennaio 2017, dopo averne avviato e seguito l'acquisizione da parte di LVMH. La sua carriera professionale è iniziata negli Stati Uniti nella consulenza strategica, presso McKinsey & Company, poi nel private equity presso KKR a New York. È poi entrato in LVMH e in Groupe Arnault per concentrarsi sull'innovazione digitale. In questa veste, Alexandre Arnault ha partecipato alla definizione e all'attuazione di una strategia per affrontare le sfide dello sviluppo dell'e-commerce nel settore dei prodotti di alta qualità. Negli ultimi quattro anni, ha riposizionato con successo Rimowa ed elevato la sua immagine di marca. Alexandre Arnault si è laureato all'École Telecom ParisTech e ha conseguito un master all'École Polytechnique.

Michael Burke si è unito al Gruppo Arnault dal 1986, prima che nascesse il gruppo LVMH, in qualità di responsabile delle operazioni immobiliari negli Stati Uniti. Presto è diventato ceo della filiale americana di Christian Dior fino al 1992 e, successivamente, di Louis Vuitton North America dal 1992 al 1997. Nel 1997 è stato eletto Direttore generale internazionale di Christian Dior Couture e in seguito Presidente e CEO di Fendi nel 2003. Nel 2012 è nominato Ceo di Bulgari e, successivamente, Presidente e Ceo di Louis Vuitton. È membro del comitato esecutivo di LVMH. Il 16 giugno 2016, Michael Burke è stato nominato membro del Comitato esecutivo della Fédération Française de la Couture. Ha studiato all'EDHEC Business School. (LVMH, 2021)

Capitolo III: L'annuncio dell'operazione e le prime reazioni del mercato

L'offerta iniziale e il successivo rialzo.

A fine ottobre 2019, iniziarono a circolare indiscrezioni che un'acquisizione sarebbe stata proposta da Bernard Arnault agli azionisti di Tiffany, mirante ad acquisire il 100% della società statunitense da parte del suo brand di lusso LVMH. Tali indiscrezioni erano correlate da *rumors* secondo cui l'azienda americana si fosse mostrata in prima battuta non favorevole all'operazione propostagli a causa del prezzo ritenuto poco soddisfacente. L'offerta era arrivata a inizio mese e mirava **all'acquisizione della totalità delle azioni di Tiffany per 14,5 miliardi di dollari** in contanti, ovvero per **120 dollari ad azioni**, con un premio del 30% circa sul prezzo delle stesse a inizio mese. La *capitalizzazione di borsa* di Tiffany era intanto pari a **11,9 miliardi di dollari**.

Tale importo risultò subito ben al di sotto del massimo di chiusura di 139,50 dollari, ottenuto da Tiffany nel luglio del 2018. Da quell'estate, però, come detto in precedenza, Tiffany era stata colpita da diversi eventi negativi: una minore spesa turistica, l'aumento del potere del dollaro e una guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. I consulenti dell'azienda erano comunque ancora in fase valutativa della proposta, anche se ritenuta ad un primo sguardo sottovalutante; più favorevole all'operazione era invece il chief investment officer di Egerton – sesto maggior azionista di Tiffany – che dichiarò di ritenere LVMH la migliore azienda di beni di lusso al mondo e soprattutto, viste le trascorse difficoltà della società, in grado di massimizzare il valore del marchio proprio come sperimentato con il riuscito rilancio di Bulgari (Financial Times, 2019).

Nelle prime contrattazioni del 28 Ottobre – il lunedì successivo alla diffusione della notizia - con la conferma da parte di LVMH dell'operazione, le azioni di Tiffany salirono del **29,9%**, da 98,55 di venerdì sera a **127,99 dollari**, il livello più alto degli ultimi 14 mesi, in quanto gli investitori si aspettavano un'offerta ancora più elevata. La proposta valutava le azioni a 14,5 miliardi di dollari e la società a 14,9 miliardi di dollari, compreso il debito netto. Secondo l'analista di *Cowen and Company*, Oliver Chen, una valutazione più equa di Tiffany & Co. sarebbe stata di circa 160 dollari per azioni, soprattutto grazie alla possibilità per LVMH di aumentare la competizione con Richemont e Kering, permettendo di raggiungere la clientela a cui non arriverebbe con il suo marchio di fascia alta Bulgari, e garantendo una maggiore espansione negli Stati Uniti. In aggiunta, *Bain & Co* aveva già decretato la gioielleria come una delle categorie più performanti tra i luxury goods nel 2018, essendo cresciuto quello stesso anno del 6% fino a raggiungere il livello record di 260 miliardi di euro. Si stimava allora per il comparto una crescita del 7% nel 2019 (Bain & Company, 2018).

Intanto la società americana, in seguito all'annuncio della possibile fusione, aveva visto un incremento della sua *capitalizzazione di mercato* fino ai **15,4 miliardi di dollari**, in quanto si riteneva che l'acquisizione avrebbe aumentato la sua esposizione al mercato dell'alta gioielleria, tra l'altro in linea con le intenzioni dell'amministratore delegato Bogliolo, che aveva precedentemente dichiarato la sua volontà di spingere il marchio verso l'alto, attraverso diamanti e altri gioielli appartenenti ad una fascia di prezzo più elevata. Per quanto riguarda LVMH, la sua *capitalizzazione di mercato* era di **194 miliardi** di euro e non aveva mostrato importanti cambiamenti nel trading del primo pomeriggio a Parigi, dopo l'annuncio ufficiale. (Financial Times, 2019)

Un mese più tardi, martedì 25 Novembre 2019, il leader mondiale nei prodotti di lusso annunciava ufficialmente di aver raggiunto, il giorno precedente, un accordo definitivo per comprare Tiffany & Co., operazione votata a stragrande maggioranza dagli azionisti della stessa. Secondo tale accordo, LVMH offriva adesso **135 dollari per azione**, con un valore azionario di **16,2 miliardi di dollari** - 14,7 miliardi di euro – ovvero 16,6\$ mln considerando il debito netto di 350\$ milioni. La settimana prima, il gruppo francese aveva aumentato la sua offerta a 130 dollari per azioni, ottenendo l'accesso ai libri contabili di Tiffany per condurre la *due diligence*. Tale mossa risultò centrale per cambiare l'andamento delle trattative. Il valore delle azioni di Tiffany aveva intanto chiuso il venerdì precedente a **125,51 dollari**: il prezzo di acquisto si traduceva in un valore azionario di 16,2 miliardi di dollari che rappresentava un premio di circa il 37% rispetto ai 98,55 dollari dell'ultimo giorno di chiusura delle negoziazioni, prima che l'operazione divenisse pubblica. Secondo il presidente del consiglio di amministrazione di Tiffany, Roger Farah, la transazione ora forniva un prezzo convincente e dal valore certo per i suoi azionisti (Financial Times, 2019).

Grazie all'interessamento di LVMH, a partire da fine ottobre il prezzo TIF è salito vertiginosamente in borsa, arrivando al livello stabile di 133 euro a fine novembre, valore che ha mantenuto per tutto il 2019 e non solo, come si può vedere nel grafico 2.

La chiusura dell'operazione era allora prevista per la metà del 2020, in base al ricevimento delle approvazioni normative e alla soddisfazione o rinuncia di altre condizioni di chiusura tipiche. Era l'inizio della **maggior acquisizione mai effettuata da LVMH**, superiore anche all'operazione intrapresa per ottenere la quota restante di Christian Dior nel 2017, per 6,5 miliardi di euro, e per rilevare Bulgari nel 2011, per un totale di 4,3 miliardi di euro.

(LVMH, 2020).

Grafico 1: prezzi e capitalizzazione TIF ott-nov 2019 a confronto (elaborazione personali dei dati di borsa)

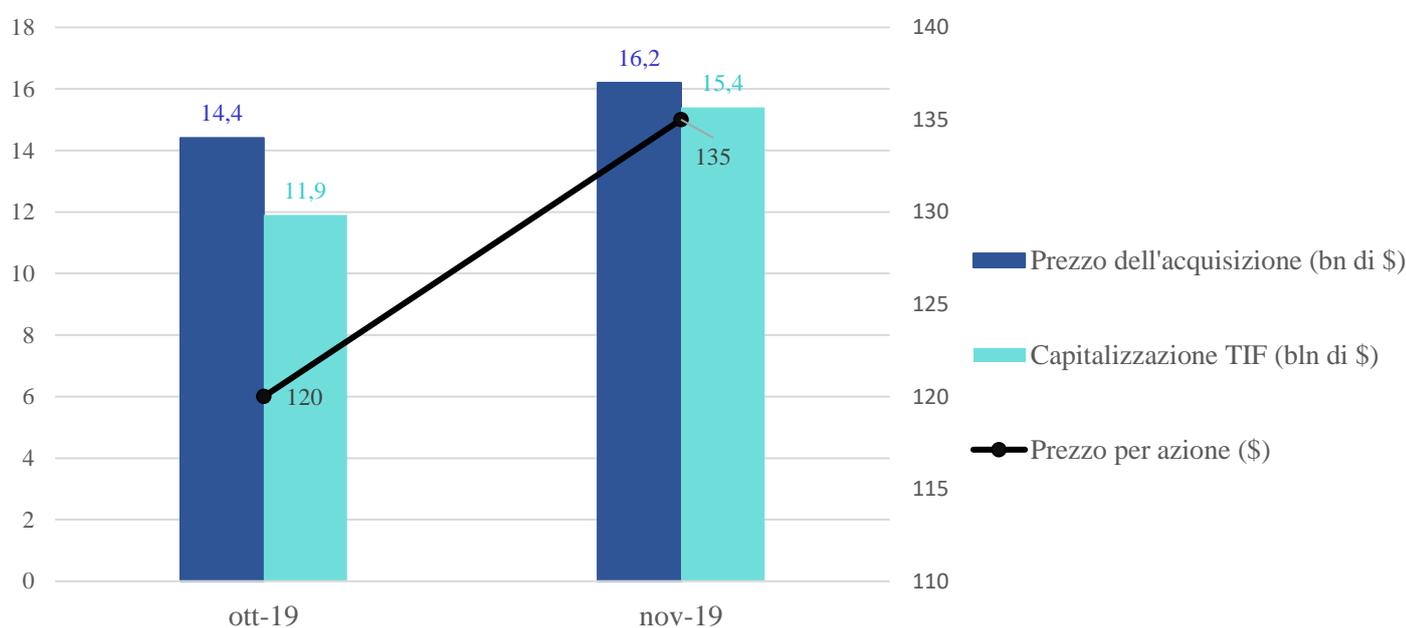
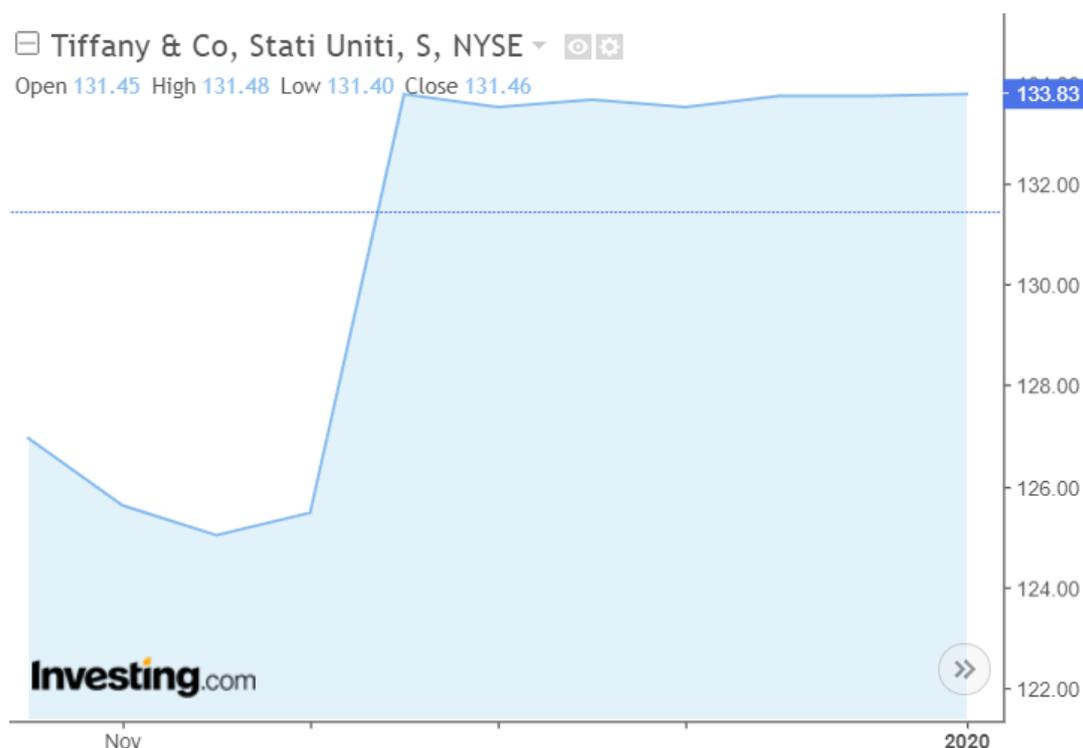


Grafico 2: andamento del titolo Tiffany & Co da Ottobre 2019 a Gennaio 2020 (Investing.com)



Le stime degli analisti

Appena il deal è stato reso ufficiale dalle due case del lusso, numerosi analisti hanno espresso la loro opinione sull'operazione, nonché le loro aspettative circa i risvolti in termini di prezzo e performance di LVMH. Nel consensus FactSet – fornito da investopro.com - nel dicembre 2019 **14 analisti** hanno espresso un **giudizio buy**, **8 analisti** un giudizio **hold**, **1 underweight** e **2 sell**, in base a diverse aspettative sugli impatti dell'operazione.

L'isolata ipotesi di sopravvalutazione è stata portata avanti dall'equity analyst di *Morningstar Jelena Sokolova*, sulla base dell'influenza determinante dei mercati emergenti sulla crescita della domanda dei beni di lusso negli ultimi dieci anni, in larga parte legata allo sviluppo economico della Cina. Questo, a suo avviso, rende la crescita del settore vulnerabile a quella ciclica e strutturale della regione, con il rischio di una valutazione eccessiva delle operazioni di fusione e acquisizione e così anche delle azioni di LVMH – già cresciute di oltre il 59% nei 12 mesi precedenti all'acquisizione – con il rischio di valutarle al di sopra dei fondamentali. Per Morningstar, la stima del fair value di LVMH al 15 agosto 2019 è €262 per azione, inferiore di circa il 34% rispetto al prezzo di chiusura del giovedì successivo all'annuncio del deal, pari a 396,2.

Nonostante questa considerazione, largamente più accordato è il riconoscimento da parte della collettività degli analisti del grande potenziale dell'acquisizione del marchio statunitense, per cui si prevede la creazione di ottime sinergie che porteranno al potenziamento del colosso francese, nonché al miglioramento ed al rilancio

di Tiffany stessa. A questa considerazione condivisa, si contrappongono invece le diverse ipotesi circa la stima della reazione dei prezzi di mercato di LVMH nel breve periodo.

In questa sede riporto le attese e le riflessioni di alcune importanti banche di investimento elaborate nei mesi successivi all'annuncio, ignorando – come loro – il prossimo avvento di una situazione inaspettata che avrebbe sconvolto il mondo.



Secondo le stime di **UBS** del 25 novembre del 2019, la valutazione di LVMH nel breve termine è positiva in quanto si attende un aumento del prezzo delle azioni da **396,23** euro del 22 Novembre a **453 euro** nei successivi 12 mesi. Il calcolo di tale valore deriva da una combinazione *del modello di valutazione DCF* – in cui si assume un tasso di crescita a lungo termine pari a 2,5% ed un WACC del 7,2%, - e del *modello SOTP* (somma delle parti), basato sui multipli. La stima dei rendimenti previsti di LVMH prospetta quindi un **+14,3%** nell'apprezzamento del titolo, che, unito al +1,8% atteso di tasso di dividendi, valuta un futuro rendimento complessivo dell'azione pari a +16,1%. UBS spinge quindi per l'acquisizione del titolo a breve. Al contempo però, per evitare un eccessivo affidamento positivo degli investitori sulle azioni del gruppo francese, precisa che in generale il mercato si aspetta il sostenimento di costi importanti necessari alla messa in atto della strategia di medio-lungo termine formulata per il marchio di gioielli statunitense, i quali causeranno delle sofferenze nel reddito del gruppo a breve.

Il nuovo prezzo offerto di 135 dollari per azione, che vede un aumento del 12,5% rispetto a quello di ottobre e stima il valore di Tiffany a 14,7 milioni di euro, secondo la banca di investimento equivale a 26 volte il P/E atteso dell'azienda americana. Dal momento che LVMH è ritenuto in grado di finanziarsi ad un tasso compreso tra lo 0% e il 2%, UBS valuta che l'acquisizione renderà tra il 6% ed il 4%, nonostante la chiusura dell'affare prevista entro metà 2020. Si stima anche un aumento dell'EPS del gruppo nel 2020 pari al 5%, senza includere le sinergie più a lungo termine.

Infine, per completezza, l'intermediario svizzero prevede una serie di scenari caratterizzati da una diversa combinazione di costo del debito-prezzo-rendimento, in base alla variazione dell'importo offerto da LVMH, per il quale non erano esclusi ulteriori rialzi, che riporto nel grafico 1.

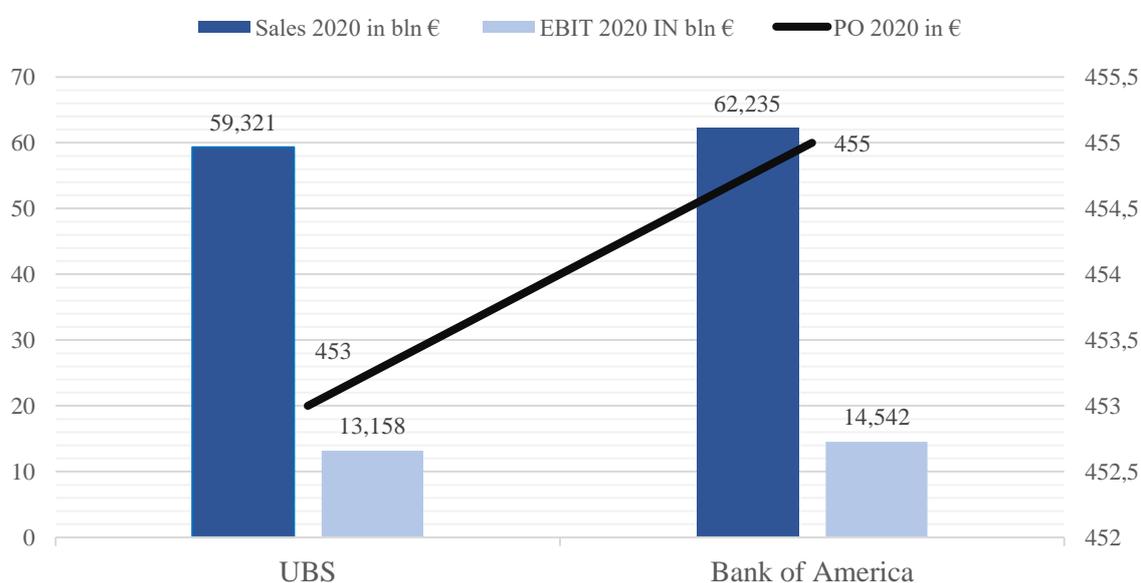
(UBS, Global Research, 2019)

Grafico 1 (elaborazione personale in base ai dati di UBS, 2019)

Stime del prezzo di offerta (\$/azione)						
		115	125	135	145	155
Costo del debito	0%	+6,2%	+6,2%	+6,2%	+6,2%	+6,2%
	0,5%	+5,7%	+5,6%	+5,5%	+5,5%	+5,5%
	1%	+5,1%	+5,0%	+4,9%	+4,8%	+4,8%
	1,5%	+4,6%	+4,4%	+4,3%	+4,2%	+4,0%
	2%	+4,0%	+3,9%	+3,7%	+3,5%	+3,3%

L'analisi portata avanti da **Bank of America** nel dicembre del 2019, è anch'essa positiva circa la valutazione a breve di LVMH e confida molto sulle sinergie attese dal deal. Gli analisti ritengono infatti che il risanamento di Tiffany avverrà, ma sono necessari tempistiche veloci ed efficaci. In particolare, ci si aspetta un leggero impatto sulla redditività dell'azienda statunitense nel breve, prevedendo un marginale operativo del 15% nel 2020 – buono considerando i costi che dovranno essere sostenuti – e soprattutto nel medio-lungo termine, per cui è probabile che il marginale operativo arrivi al 20-25%, quasi ai livelli di Bulgari. Mentre rimangono inalterate le aspettative per il 2019, BoA attende nel dicembre 2020 ricavi per 4,290 milioni di euro, reddito operativo per 643 milioni di euro con un margine del 16%. In base a queste previsioni, aumenta l'EPS atteso nel 2020 del 3% e del 5% nel 2021 e viene aggiornato il prezzo obiettivo del gruppo a **455 euro**, mantenendo il rating BUY previsto per il gruppo francese. A favore di questo giudizio, è anche un'aspettativa di forte ripresa del marchio Tiffany sostenuta dalla domanda di prodotti di lusso, grazie alla positiva la crescita dei volumi e ad un potenziale ritorno del potere dei prezzi.

Grafico 2: Stime di UBS e BoA a confronto: ricavi, reddito operativo e prezzo attesi di LVMH 2020. (mia elaborazione sulla base dei dati dei loro report).



Infine, il commento di **China Renaissance** del 25 novembre 2019 è più restio nel garantire un incremento del valore delle azioni di LVMH nell'anno a venire. In base alle valutazioni Bloomberg, il prezzo offerto è ritenuto pari a 16 volte il multiplo EV/EBITDA e 21 volte EV/EBIT di TIF.

L'analisi è poi condotta su tre fronti: l'impatto immediato, l'impatto nel medio termine e le conseguenze di lungo periodo.

L'impatto immediato è molto positivo, previsto sui guadagni di Tiffany, per cui è attesa – con il consenso dell'intero mercato – una forte spinta sul fatturato, con **4,846 milioni** di dollari di ricavi totali e 792 milioni di dollari di EBIT per la fine del 2020. Queste cifre, consolidate con i dati finanziari di LVMH, sono ritenute apportare il **6-7%** al ratio revenue/Ebit del gruppo, mentre lo stesso LVMH stima **+5%** sul suo reddito netto del 2020. In termini di ricavi divisionali, il CR si attende che i ricavi di Tiffany per il periodo in cui sarà consolidata nel 2020, saranno equivalenti al **90%-97%** dei ricavi provenienti dal segmento gioielleria e orologeria del gruppo, con il risultato di raddoppiare la dimensione della divisione.

L'impatto nel medio periodo è invece più contenuto. Con il prezzo di acquisizione di 135 dollari, Tiffany presenta un premio da valutazione del 9% rispetto a Richemont, i cui profitti provengono principalmente da Cartier – ritenuto il più grande marchio di lusso durevole per fatturato secondo Euromonitor. Mentre è ragionevole la presenza di un premio per acquisire il secondo marchio di alta gamma di gioielli, secondo l'intermediario è meno probabile che il mercato dia lo stesso premio alla divisione Watch & Jewellery di LVMH. Il risultato è che non si attendono dei cambiamenti nel target dei multipli per la divisione fino a quando non cominceranno ad emergere ulteriori sinergie dall'acquisizione. Il parere sulle aspettative per il titolo francese è quindi neutrale, per cui ci si attende che il settore performerà in misura uguale al relativo mercato.

Infine, *l'impatto di lungo periodo* è nuovamente positivo. Dopo l'ingresso nel portafoglio dei marchi di LVMH, Tiffany fornirà un'esposizione più significativa nel segmento del lusso durevole, essendo il gruppo assicurato uno dei nomi più importanti del settore. Inoltre, CR ritiene che con le sue riuscite ristrutturazioni di CDior e Fendi e con la sua esperienza nella gestione di una casa di lusso, LVMH sarà in grado di guidare il potenziale di crescita di Tiffany.

In conclusione, l'aspettativa del CR è invariata circa la valutazione di LVMH in attesa delle future sinergie che emergeranno dall'acquisizione.

(China Renaissance, Novembre 2019)

Grafico 3: andamento del prezzo di LVMH, periodo Gen 2017-Nov 2019 (China Renaissance)



Dati a consuntivo: come il deal ha favorito le due società in borsa nell'immediato.

Due settimane dopo l'annuncio dell'acquisizione, la maison statunitense di gioielli presentava un terzo trimestre alquanto deludente, con utili e ricavi lontani dalle aspettative degli analisti.

Rispetto all'anno precedente, gli utili erano scesi, fermandosi a \$78 milioni, ovvero 0,65 punti per azione, mentre gli analisti ne avevano stimati addirittura 0,85. Restavano stabili le vendite, che hanno chiuso a \$1,015 miliardi, anche se leggermente inferiori rispetto a quanto previsto. A determinare tali risultati, ha contribuito il declino del mercato a Hong Kong. In linea generale, la **performance di Tiffany nel 2019 è stata piuttosto debole**, considerando l'incremento complessivo del 9% del settore dei gioielli in quell'anno. Nonostante ciò, la stima del fair value sulla base di tali risultati secondo Morningstar era comunque di 135\$ anche all'inizio del 2020, riflettendo il prezzo di acquisto che LVMH aveva accettato di pagare. L'interessamento del gruppo francese aveva decisamente giocato un ruolo centrale nel mantenere alte le aspettative per la società statunitense, che al contrario non stava passando un periodo florido.

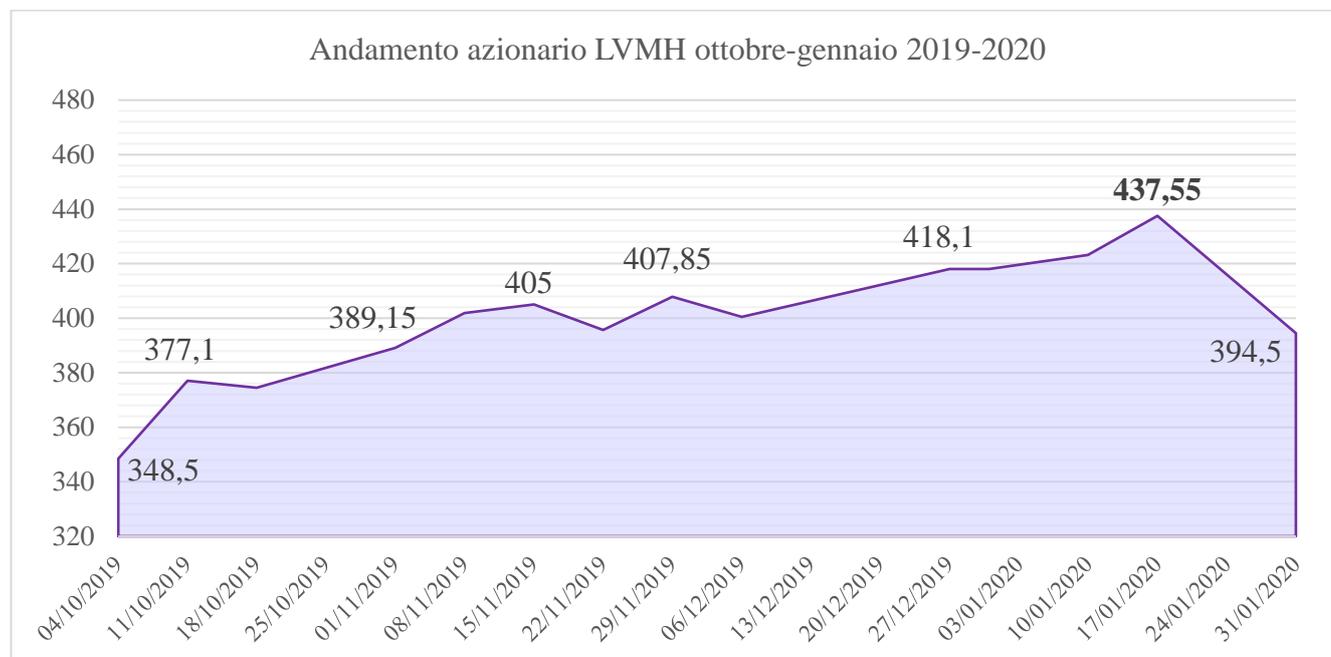
Al contrario, LVMH aveva mostrato a fine 2019 una performance molto positiva, caratterizzata dalla crescita di tutte le divisioni. Analizzando il grafico sull'andamento azionario di LVMH (Grafico 1), si osserva la seguente situazione relativa al periodo di chiusura del 2019.

Dal 4 ottobre del 2019, giorno in cui Arnault espresse per la prima volta il suo interesse per TIF, il prezzo del titolo è schizzato, aumentando del **28,5% in meno di una settimana**, ovvero da 348,5€ a 377€. La crescita ha poi preso dei ritmi più sostenuti continuando la sua salita fino al primo arresto tra il 15 e 22 ottobre, periodo precedente all'annuncio ufficiale in cui si pensava che la maison statunitense avrebbe rifiutato la proposta. Il titolo è passato da 405€ - valore più alto fino a quel momento del 2019 - a 395,6. È ripresa poi la crescita, fino ai 407€ di fine novembre, a cui è seguito un breve calo di una settimana, per poi tornare a crescere registrando i nuovi record dell'anno. Alla fine dell'anno, il prezzo era di 418,6 €, registrando il prezzo più alto degli ultimi 5 anni, con un **aumento di più del 20% in 3 mesi**. Ancora a inizio 2020, le aspettative erano buone ed il

valore del titolo continuava la sua crescita, dapprima sostenuta e poi di nuovo un picco il 17 gennaio, arrivando al **valore record di 437,55€**.

Inaspettato fu quindi il crollo che seguì il 17/01, preludio del periodo di crisi che avrebbe caratterizzato i mesi successivi e che portò in un mese ai valori pre-deal, pari a 394,5. (analisi del grafico dei dati storici di LVMH di (Investing.com, 2021).

Grafico 1 (Elaborazione personale in base ai dati di investing.com)



Capitolo IV: La crisi da Covid determina il ripensamento di LVMH: Tiffany perde valore in borsa.

Il contesto del primo trimestre del 2020 ed il crollo del mercato azionario.

I risultati brillanti di LVMH e l'avanzata della pandemia

A inizio 2020, era già chiaro come il 2019 fosse stato un *anno da record per LVMH*, che aveva superato i **50 miliardi di euro di fatturato**, con il 15% in più rispetto all'anno precedente, vendendo bene sia nei mercati occidentali che in quello asiatico, nonostante le turbolenze politiche e sociali in atto a Hong Kong.

A determinare un risultato da record, secondo un comunicato ufficiale del 28/01, erano stati i seguenti elementi:

- Ulteriori aumenti a due cifre del fatturato e dell'utile delle operazioni ricorrenti, che avevano raggiunto livelli record;
- Crescita continua in tutte le aree geografiche;
- Buona performance di Wines & Spirits, a cui avevano contribuito tutte le aree geografiche;
- Crescita eccezionale di Louis Vuitton e Christian Dior;
- Successo sia dei prodotti iconici che dei nuovi prodotti di Louis Vuitton, la cui redditività aveva raggiunto un livello eccezionale;
- Grande forza dei marchi di punta di Profumi & Cosmetici;
- Anno eccellente per Bulgari e continua crescita di Hublot;
- Forte crescita di Sephora;
- Buona resilienza di DFS (Duty Free Shopper), di fronte, nel secondo semestre, alla situazione di Hong Kong;
- **L'accordo con l'iconica Maison di gioielli americana, Tiffany & Co;**
- L'integrazione del gruppo alberghiero Belmond;
- Free cash flow operativo di 6,2 miliardi di euro, con un aumento del 13%;
- Leva finanziarie del 16,2% a fine dicembre 2019.

(LVMH, 2020).

Risulta chiaro come la stessa acquisizione di Tiffany prospettasse un ulteriore fattore di successo per il gruppo francese, da sempre rinomato per le sue efficaci operazioni di fusione.

Questi risultati eccezionali rendevano Arnault sicuro di una crescita del gruppo anche nel 2020, tanto che nello stesso comunicato anticipava l'intenzione di aumentare i dividendi del 13%, salendo a 6,8 euro per azioni. L'imprenditore francese sapeva di poter contare sulla forza dei marchi, sull'esperienza offerta ai clienti e sulla qualità dei dipendenti e dei prodotti del gruppo, senza temere un rallentamento degli acquisti.

Tuttavia, l'epidemia in Cina, degenerata a Dicembre 2019, iniziava a mettere a dura prova l'intera economia globale: il Coronavirus stava mostrando casi in tutto il mondo, aumentando il numero dei morti e quindi la paura. Da metà gennaio, la situazione si riversò sui mercati finanziari, colpendone uno ad uno: quello obbligazionario, quello delle materie prime e ancora quello delle valute. Mentre molte compagnie aeree iniziarono a limitare i viaggi in Cina, facendo così scendere i prezzi del petrolio e dei carburanti, le multinazionali statunitensi decidevano di chiudere i negozi in Cina, come Starbucks e McDonald's, contraendo l'economia cinese e le loro vendite.

A risentire fortemente della situazione era soprattutto il *mercato del lusso*, sia in quanto i cinesi rappresentano ben **un terzo** degli acquisti a livello mondiale di tale settore, registrando un potere d'acquisto sempre maggiore (grafico 1), sia considerando che le attività manifatturiere dei più grandi brand internazionali del lusso si trovano proprio in territorio cinese (Financial Times, 2020). L'effetto atteso per gli acquisti in tale settore era duplice: non solo i cinesi avrebbero comprato meno sul mercato interno durante la stagione chiave dello shopping di Capodanno, ma avrebbero anche cancellato i viaggi all'estero, diminuendo quindi lo shopping oltreoceano. Un arresto dell'economia locale rappresentava un problema di non poco conto anche per i marchi più maturi.

Gli investitori del settore, che prima dell'epidemia scambiavano i titoli a valutazioni mai viste in un decennio, iniziavano a preoccuparsi. Da metà gennaio, tutte le borse hanno registrato la prima brusca perdita di valore: nel mercato del lusso, a fine gennaio, le azioni di LVMH sono scese del 4 per cento, quelle di Kering dell'8 per cento e Burberry del 9 per cento; gli analisti di RBC stimavano che un calo del 10% del consumo cinese nella prima metà dell'anno si sarebbe tradotta in una riduzione del 2% dei ricavi delle aziende del lusso, fino a contrarre i *profitti annuali del 4%*.

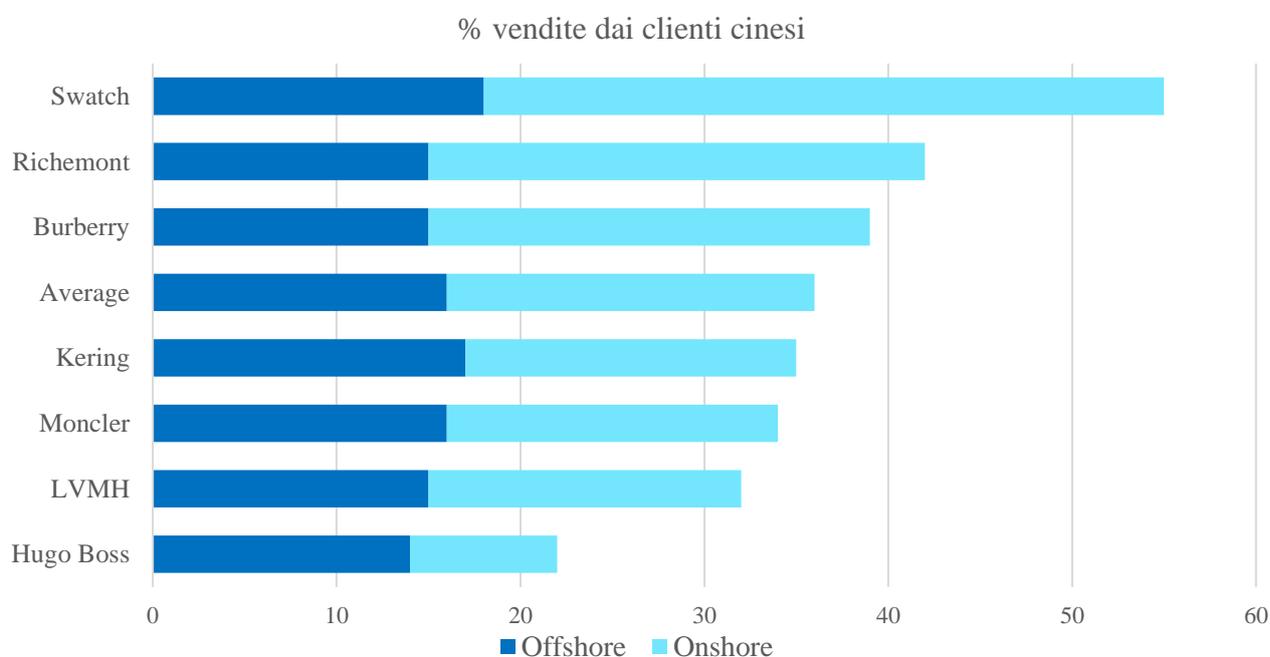
Una situazione di perplessità regnò tuttavia fino ai primi lock-down dichiarati, in quanto non si era certi riguardo le conseguenze effettive sulla realtà economica e finanziaria del Coronavirus, legate alla reale diffusione globale dello stesso. Ciò ha portato nei mesi successivi ad aspettative incerte da parte dei governi e delle istituzioni sanitarie, con conseguenti andamenti altalenanti del mercato. Ad esempio, il grafico storico dello S&P 500, ha riscontrato inizialmente una forte perdita di valore del 3% tra il 13 il 27 gennaio per poi sperimentare un successivo rialzo fino al 7% nella prima metà di febbraio. (Financial Times, 2019)

Il 4 febbraio LVMH, con un comunicato ufficiale – in un contesto di ripresa del valore del titolo della casa francese – **confermava l'operazione di acquisizione di Tiffany**, dopo essere stata votata a maggioranza nell'assemblea degli azionisti tenutasi il giorno stesso. Il prezzo era riaffermato a **\$135 per azioni** in contanti e la chiusura dell'acquisizione era prevista per metà 2020 (LVMH, 2020).

La situazione, però, continuava a peggiorare: più il virus si diffondeva, maggiore diventava il numero di improvvisi arresti economici, causando svendite improvvise nei mercati finanziari, che hanno esposto la vulnerabilità delle imprese, soprattutto quelle emittenti debito societario. Ne è derivato un aumento del debito aziendale molto più veloce della crescita degli utili e dei saldi di cassa, con una significativa migrazione dei rating verso il basso. Per fine marzo, la metà del mercato totale dell'investment grade figurava una tripla B,

un terzo era valutato a tripla B meno e quindi con una maggior probabilità di fallimento (Financial Times, 2020).

Grafico 1. Percentuali vendite dei marchi di lusso provenienti dal mercato cinese (Elaborazione personali sui dati del Financial Times)



Il crollo del mercato azionario.

Il **crollo del mercato azionario**, in seguito alla crisi indotta dal diffondersi del Coronavirus, è **iniziato il 20 febbraio e si è concluso il 7 aprile** (Grafico 2). Il 12 febbraio il Dow Jones Industrial Average, il NASDAQ Composite e l'S&P 500 hanno tutti chiuso con i *maggior risultati mai visti* - qualcuno ha anche continuato fino al 19 febbraio - ma dal 24 al 28 febbraio, i mercati azionari mondiali hanno subito il calo più intenso dalla crisi finanziaria del 2008.

Dopo una serie di oscillazioni, il 9 marzo 2019 la maggior parte dei mercati globali ha riportato pesanti contrazioni: questo giorno è noto come il **Black Monday**. Quando il mercato ha aperto quella stessa mattina, il *Dow Jones Industrial Average* è precipitato di 1800 punti all'apertura, 500 punti in meno rispetto a quanto previsto – si tratta del più grande calo dell'indice mai subito in un singolo giorno – il NASDAQ ha perso oltre 620 punti base, lo S&P 500 è sceso del 7,6% e così anche il prezzo del petrolio, i rendimenti sui titoli del tesoro USA e non solo. Tre giorni dopo si è verificato un ulteriore calo, il **Giovedì Nero**, nel quale i titoli azionari europei e nordamericani **sono caduti di oltre il 9%** (Wikipedia, 2021).

Con riguardo all'andamento del titolo di LVMH, la quotazione in borsa ha seguito le stesse ripercussioni vissute dal mercato del lusso in generale, ad eccezione di una *miglior resilienza* mostrata nel periodo di lockdown di marzo, in cui si è tenuto sopra di 10 punti percentuali (Grafico 3).

L'azione di Tiffany invece è riuscita a mantenere dei buoni giudizi in borsa grazie alla garanzia assicurata dal colosso francese. Nonostante il calo repentino ed inevitabile subito il giorno del Black Monday, è subito tornata a valori più elevati già dal giorno seguente, riuscendo a rimanere stabile anche nel mese successivo. Come si evince dal grafico 4, dopo il crollo del prezzo nel giorno più critico, nel quale è scesa del 22% raggiungendo i \$110 per azione, è poi rimasta stabile intorno ai \$125 per azione, valore molto più elevato rispetto al prezzo a cui era valutata prima dell'annuncio del deal, nell'ottobre 2019. (Grafico 4).

Grafico 2: Il crollo del mercato azionario Gennaio-Marzo 2020 (Bloomberg)

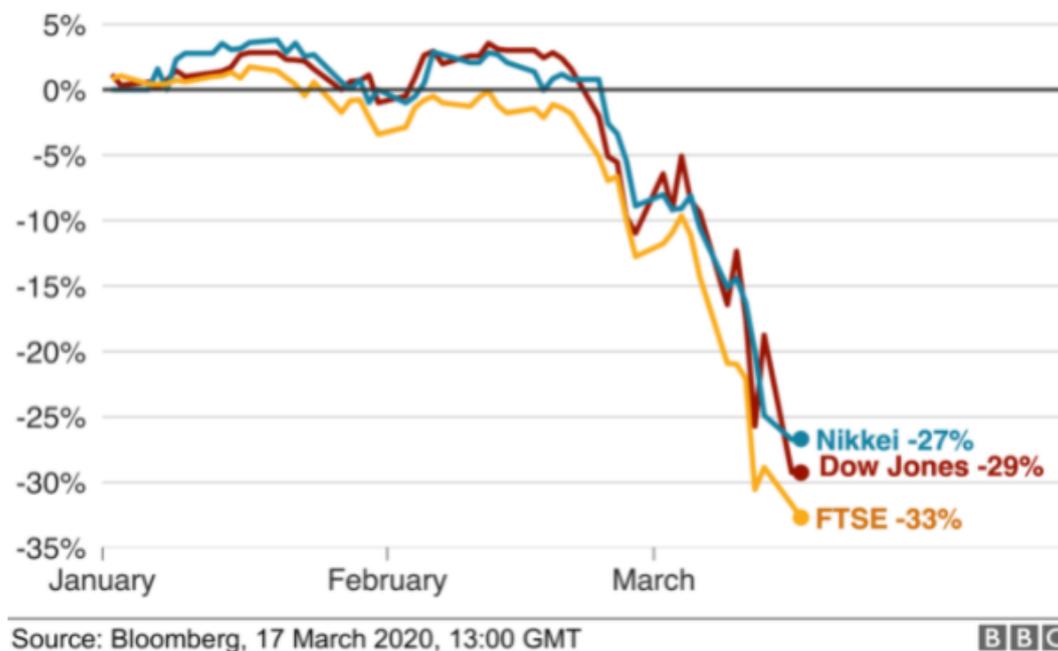


Grafico 3: Quotazioni LVMH e S&P Global Luxury Goods a confronto, periodo gennaio-giugno 2020

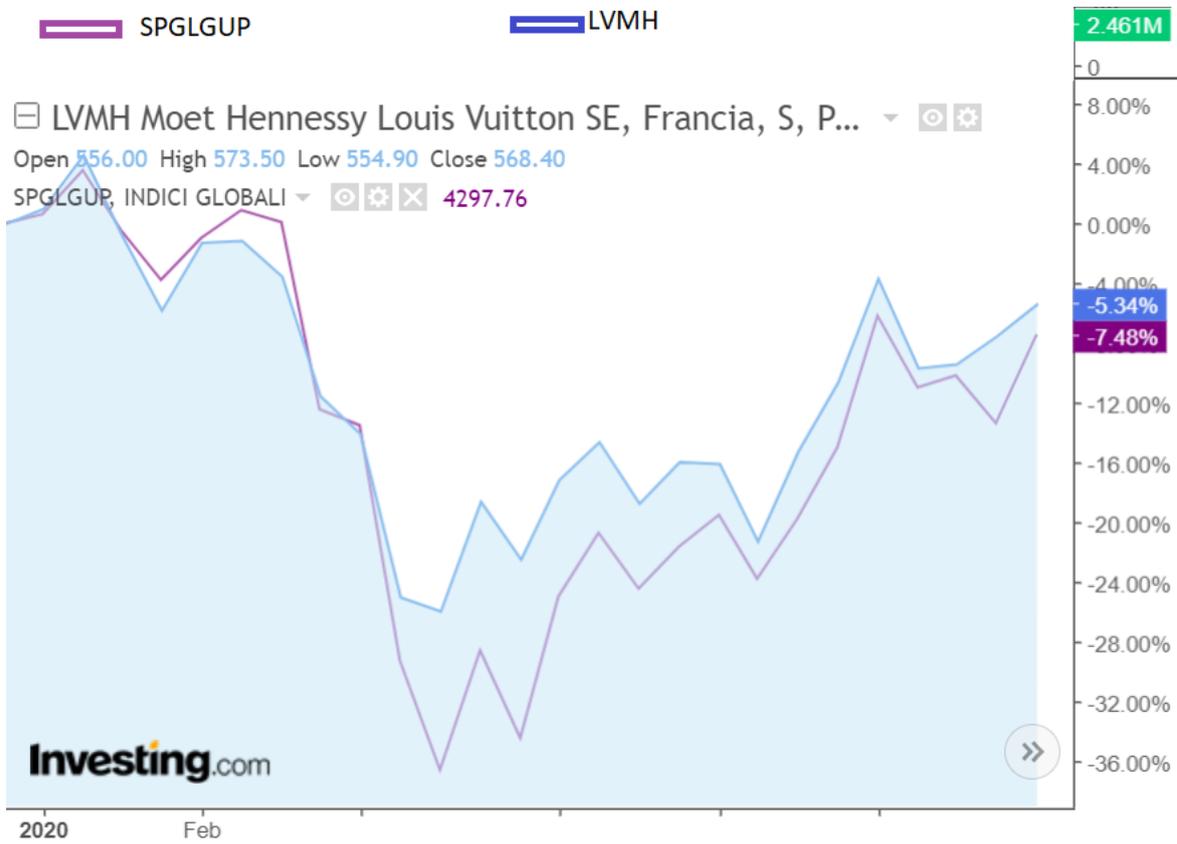
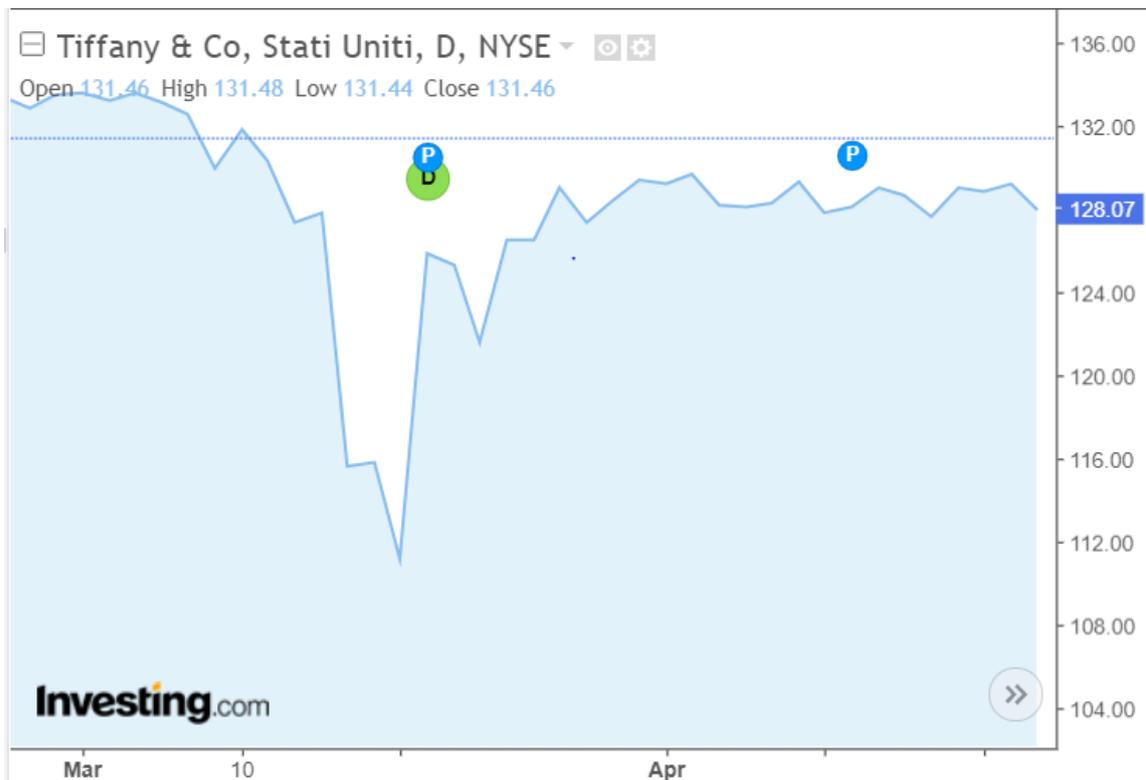


Grafico 4: andamento del titolo di Tiffany & Co marzo-aprile 2020 (Investing.com)



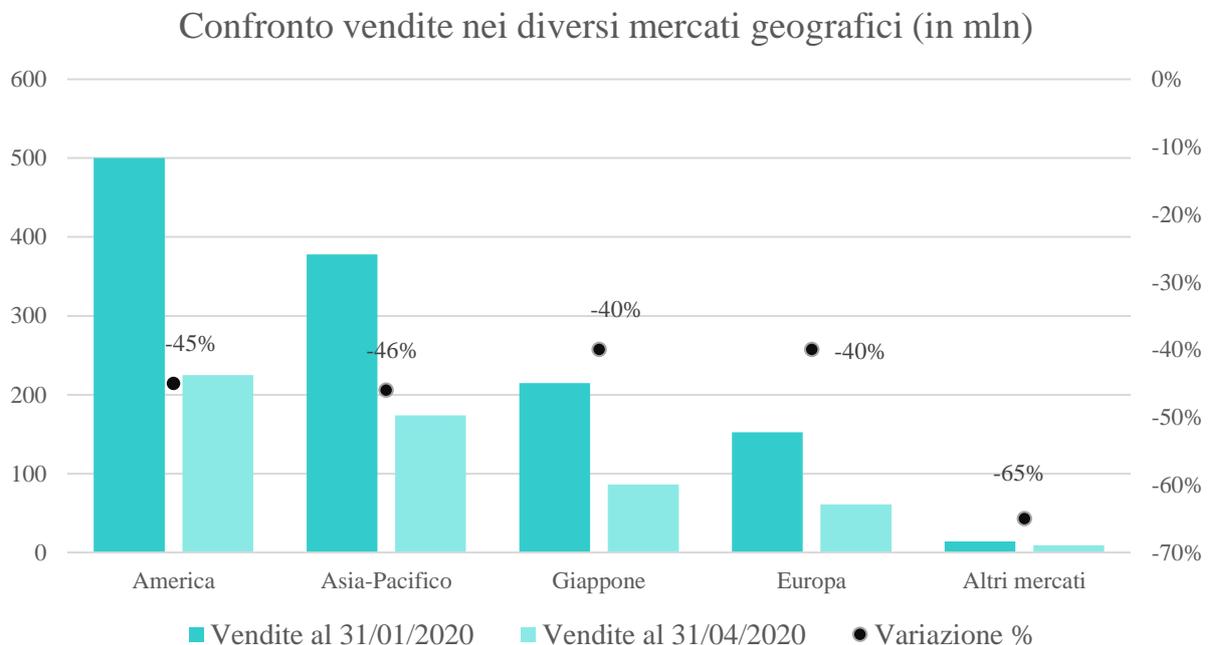
I risultati del primo semestre di Tiffany: alti e bassi.

Nel primo trimestre fiscale, conclusosi il 30 aprile, la società americana ha riscontrato una situazione fortemente negativa, dovuta alla chiusura dei negozi in tutto il mondo, alla diminuzione dei turisti in America ed anche al calo della socializzazione, che ha disincentivato l'acquisto di gioielli di lusso per l'impossibilità di sfoggiarli ad eventi o feste.

I risultati finanziari mostravano:

- **Vendite** pari a \$555,5 milioni, **scese del 44%** rispetto all'anno precedente (grafico 1);
- **Perdita netta di \$64,4 milioni**, rispetto all'utile di 125 milioni di dollari del 2019;
- **Perdita per azione di 0,53 centesimi**, rispetto a \$1,03 di utile per azioni dell'anno prima.

Grafico 1: (Elaborazione personale sui dati dei report di Tiffany & Co)



La maggior parte dei negozi – il 70% circa - sono rimasti chiusi per tutto il trimestre e la categoria che ha risentito maggiormente del calo delle vendite è stata quella dei gioielli di fidanzamento, diminuiti di quasi il 50%. In Cina, le vendite del marchio sono scese di circa l'85% e il 15% durante il primo ed il secondo mese del trimestre, ma hanno visto una ripresa in aprile del 30% e ancora del 90% a maggio, prospettando un possibile recupero per il marchio. Un fattore positivo è stato riscontrato invece nelle *vendite di e-commerce*, cresciute del 23% in tutto il mondo. Questo trend è stato alimentato dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, dove le vendite sono aumentate rispettivamente del 14% e del 15%. Nel complesso, la situazione negativa ha determinato una quotazione delle azioni di Tiffany ad un *prezzo inferiore rispetto a quello concordato con LVMH*: a inizio giugno le azioni veniva valutate a **120 dollari circa** (CNBC, 2020).

In linea con l'allentamento delle restrizioni da parte dei governi locali, a partire da maggio Tiffany ha sperimentato un miglioramento delle vendite. In Cina continentale, nella quale gli acquisti avevano iniziato a ripartire in aprile grazie all'apertura quasi totale dei negozi nella regione (85%), la crescita delle vendite ha iniziato ad accelerare il ritmo nel mese di maggio, con un aumento delle vendite al dettaglio di circa il 90% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Questa robusta ripresa è continuata per tutto il resto del secondo trimestre, con un miglioramento pari all'80% per l'intero trimestre rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nello stesso periodo, un grande impulso è stato dato all'attività di e-commerce, aumentata del 123% con mercati chiave come gli Stati Uniti e il Regno Unito, in crescita rispettivamente del 122% e del 93% durante il secondo trimestre. Il trend ha portato le **vendite globali online a circa il 15%** delle vendite nette globali per la prima metà dell'anno fiscale 2020, contro il 6% in ciascuno degli ultimi tre anni fiscali completi. Escludendo la Cina continentale - in cui la piattaforma online ha celebrato il suo primo anniversario alla fine del secondo trimestre - l'attività di e-commerce globale è cresciuta del 114% durante il secondo trimestre rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Alla fine del primo semestre, al 31 luglio 2020, questi erano i risultati ottenuti:

- **Vendite nette in tutto il mondo diminuite del 37%** rispetto all'anno precedente a 1,3 miliardi di dollari mentre le vendite comparabili sono diminuite del 34%; su una base di cambio costante, le vendite nette sono diminuite del 36% rispetto all'anno precedente e le vendite comparabili sono diminuite del 33%. In particolare, nelle Americhe sono diminuite del 45%, nell'Asia del 24%, in Giappone del 34% e infine in Europa sempre del 34%.
- **Perdita netta di \$33 milioni** rispetto ai guadagni netti di \$262 milioni nell'anno precedente;
- **Perdita netta per azione di \$0.27** rispetto ai guadagni netti per azione diluita di \$2.15 nell'anno precedente. Escludendo alcuni costi registrati nel periodo relativo alla fusione, così come alcune altre voci, la perdita netta del primo semestre è stata di 25 milioni di dollari, o 0,21 dollari per azione.

Di contro, a partire dal 30 Aprile hanno iniziato a riaprire i negozi delle regioni chiave dell'attività di Tiffany: circa il 15% dei negozi al dettaglio dell'azienda in Europa erano completamente o parzialmente aperti.

Inoltre, la cassa e gli equivalenti di cassa ammontavano a 1,0 miliardi di dollari mentre il debito totale - prestiti a breve termine e debito a lungo termine - di 1,5 miliardi di dollari rappresentava il 46% del patrimonio netto, contro il 32% dell'anno precedente. Questo aumento rispetto all'anno precedente è stato principalmente il risultato di un prelievo di 500 milioni di dollari sulla linea di credito revolving della società durante il primo trimestre del 2020, che è rimasta in sospeso al 31 luglio 2020. I proventi del prelievo potevano essere rimborsati in qualsiasi momento. L'amministrazione riteneva comunque che i contanti a portata di mano, i flussi di cassa generati internamente e i fondi disponibili nell'ambito delle linee di credito rotativo dell'azienda fossero sufficienti a sostenere la liquidità e i requisiti di capitale dell'azienda per il futuro prevedibile.

(Tiffany & Co Financial Report, 2020)

I risultati del primo semestre di LVMH: la resilienza del leader del lusso.

A causa di un ambiente economico perturbato da una crisi sanitaria globale, caratterizzato dalla chiusura di negozi e dalla sospensione della produzione e dei viaggi internazionali, le vendite risultavano in calo anche per le aziende trainanti del settore del lusso. I competitors Swatch Group e Richemont avevano mostrato per il primo trimestre una diminuzione abbastanza importante delle vendite, rispettivamente con un calo del 43,4% e del 47%. Lo stesso si attendeva anche per LVMH, gruppo leader mondiale per dimensione nei beni di lusso e solido indicatore dello stato dell'industria, che tuttavia, mostrava ancora una certa resilienza in alcune delle sue divisioni.

I punti salienti evidenziati nel report del primo semestre 2020 includevano:

- Buona resistenza, in particolare da parte dei grandi marchi, in un contesto economico perturbato dalla crisi sanitaria globale;
- Priorità assoluta data alla salute e alla sicurezza dei dipendenti e clienti;
- Sostegno diretto nella lotta contro l'epidemia;
- Impatto della crisi sul fatturato in tutto il mondo, con tuttavia una forte ripresa nel secondo trimestre in Cina;
- Significativa accelerazione delle vendite online, che compensa solo parzialmente l'impatto sui ricavi di diversi mesi di chiusura dei negozi,
- De stoccaggio da parte dei rivenditori di profumi e cosmetici e di orologi,
- Sospensione dei viaggi internazionali, penalizzando fortemente il travel retail e le attività alberghiere.

(LVMH, 2020)

Complessivamente, per i primi sei mesi del 2020, le vendite del gruppo francese hanno subito un **decremento del 28%** a tassi di cambio costanti - da 25.082 milioni di euro a 18.393 milioni di euro. Si è verificata una *forte ripresa delle vendite nel secondo trimestre* in Cina, dove viene generata una parte importante delle entrate - l'Asia (escluso il Giappone) rappresentava il 34% delle vendite del gruppo. Inoltre, LVMH ha visto una significativa *accelerazione delle vendite online* che ha interessato tutte le maison ma ha compensato solo in parte l'erosione sui ricavi di derivante da diversi mesi di chiusura dei negozi. Complessivamente, anche la redditività del gruppo è stata colpita, con un **utile operativo in calo del 71%**. Nel primo semestre dell'anno, le aree geografiche più colpite sono state l'Europa con -33% e il Giappone con -32%., mentre il mercato statunitense si è dimostrato quello leggermente meno colpito, con un calo delle vendite solo del 24%.

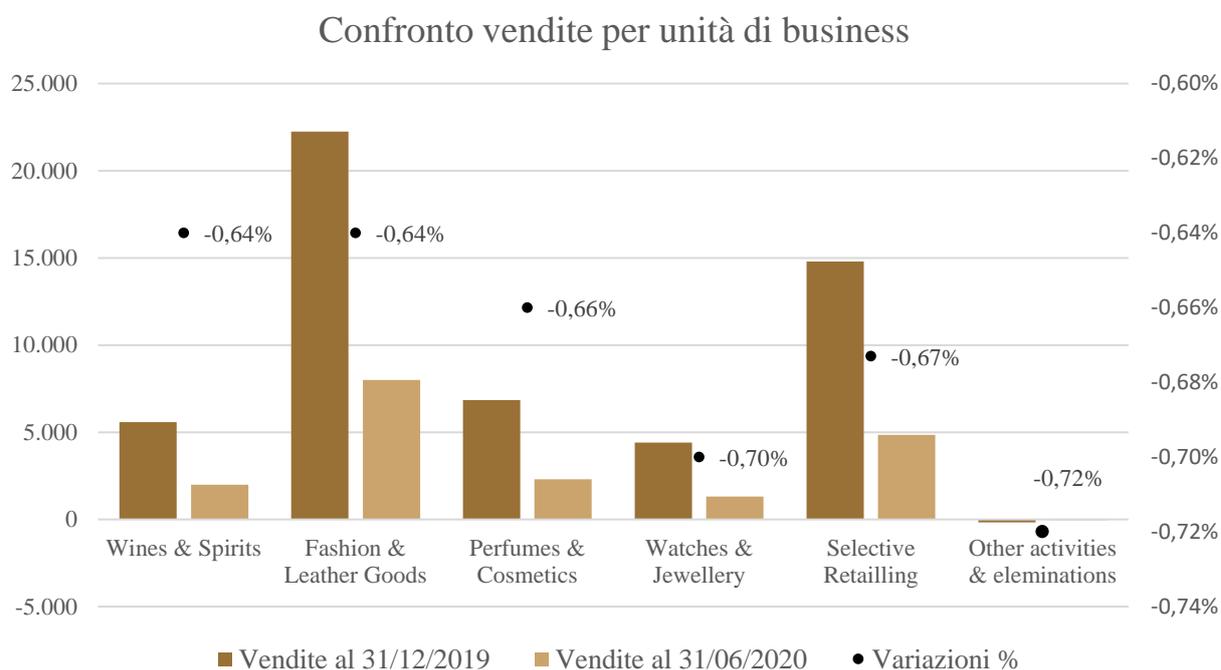
Per quanto riguarda l'analisi dell'impatto per unità di business (Grafico 1), la divisione moda e pelletteria - dove si genera la maggior parte dei ricavi del gruppo - ha mostrato una certa resistenza alla crisi, con vendite in calo del 24%. La divisione orologi e gioielli, che comprende TAG Heuer, Hublot, Zenith, Bulgari, Fred e Chaumet, si è classificata come l'unità più colpita, con vendite in calo del 39%. L'attività ha risentito anche con riferimento alla sua redditività, con un *profitto negativo* dalle operazioni ricorrenti.

Dal punto di vista dello Stato Patrimoniale, alla fine di giugno 2020 il bilancio consolidato di LVMH ammontava a 103,6 miliardi di euro, in aumento di 7,1 miliardi di euro rispetto alla fine del 2019. Questo aumento è derivato, dal lato dell'attivo, dagli 8,8 miliardi di euro aumento delle disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti e, dal lato del passivo, dall'aumento di 10,8 miliardi di euro dei debiti finanziari, variazioni principalmente legate alla futura acquisizione di Tiffany & Co. Inoltre, sempre guardando all'aspetto finanziario, gli interessi pagati sull'indebitamento finanziario netto ammontavano a 42 milioni di euro, paragonabile al livello pagato a fine giugno 2019, nonostante un aumento significativo dell'indebitamento lordo medio legato alle citate risorse per l'acquisizione di Tiffany & Co. prevista per la seconda metà del 2020. Questo impatto sfavorevole è stato compensato dalla conseguenza positiva della diminuzione del tasso di interesse medio.

Alla fine del suo report, LVMH rassicurava una graduale ripresa prevista nella seconda metà del 2020; tuttavia non era possibile anticipare una valutazione precisa dell'impatto sui ricavi e sui risultati annuali del 2020 data l'incertezza dei tempi e del ritmo del ritorno alla normalità.

(LVMH, 2020)

Grafico 1 (elaborazione personale sui dati del report finanziario di LVMH)



Le ripercussioni del clima di incertezza per Tiffany & Co.

I tentativi di LVMH di rinegoziare il prezzo ed i rischi di Tiffany.

Con il diffondersi della pandemia ed il suo impatto negativo sui risultati e le prospettive di Tiffany & Co, già da marzo si diffuse la voce del potenziale ripensamento del prezzo contrattato da parte di LVMH. Verso la metà del mese, Bloomberg aveva riferito che il gruppo francese di beni di lusso stava considerando *l'acquisto di azioni di Tiffany sul mercato*, quale escamotage per boicottare l'acquisto della società per 16,2 miliardi di dollari, o 135 dollari per azione. Il crollo dei mercati azionari in tutto il mondo favoriva infatti un prezzo di mercato nettamente più vantaggioso, senza contare che l'azienda aveva appena chiuso temporaneamente diversi punti vendita, tra cui il suo iconico negozio di punta della Fifth Avenue a New York. In quel periodo le azioni di Tiffany si aggiravano intorno ai **125 dollari per azione** (Reuters.com, 2020).

In virtù del contratto legale alla base dell'acquisizione, vi era una difficoltà per LVMH di rinegoziare il prezzo o i termini del patto. L'accordo di fusione includeva infatti una *clausola di rescissione* che richiedeva a Tiffany di pagare una tassa di rottura di 575 milioni di dollari se avesse abbandonato l'accordo e l'impegno di LVMH a non acquisire le azioni sul mercato. Per tanto, nonostante nessuna tassa di rottura fosse prevista per l'acquirente, se Arnault avesse voluto tirarsi indietro dal contratto, le società avrebbero dovuto portare la questione in tribunale (Financial Times, 2020).

L'amministrazione di Tiffany & Co era a conoscenza dei risvolti negativi dovuti sia alla pendenza dell'operazione, che all'eventuale annullamento. Nel report finanziario dell'aprile 2020, la situazione di stallo della fusione proposta è ritenuta un vero e proprio *fattore di rischio* per la società, dal momento che influenzava negativamente l'attività della società, la condizione finanziaria e i risultati delle operazioni. A ciò si aggiungeva l'incertezza circa l'effetto della fusione proposta sui dipendenti della società, sui clienti e su altre parti. Tra i rischi per gli affari di Tiffany venivano riportati i seguenti fattori, eventualmente inaspriti da un ritardo nel completamento della fusione proposta:

- il deterioramento della capacità di attrarre, mantenere e motivare i propri dipendenti;
- l'allocazione di tempo e attenzione significativi del management dalle operazioni commerciali in corso verso il completamento dell'operazione;
- difficoltà a mantenere i rapporti con clienti, fornitori e altri partner commerciali;
- ritardi o rinvii di alcune decisioni commerciali da parte di clienti, fornitori e altri partner commerciali;
- l'incapacità di perseguire opportunità commerciali alternative o apportare modifiche appropriate all'attività perché l'accordo dell'operazione richiedeva che la società, fatte salve alcune eccezioni, comprese quelle richieste da un'entità governativa o dalla legge applicabile (in ogni caso come definito nell'accordo di fusione), conducesse la propria attività ordinaria e non intraprendesse determinati tipi di transazioni, prima del completamento della Fusione proposta senza il previo consenso scritto dell'acquirente, anche se vantaggiose;
- il contenzioso relativo alla proposta di fusione e i relativi costi; e

- l'incidenza di costi, spese e onorari significativi per servizi professionali e altri costi di transazione in relazione all'operazione.

(Tiffany & Co Financial Report, 2020)

Quando all'impatto economico del Coronavirus sull'economia statunitense, si sono aggiunti a maggio i disordini sociali negli Stati Uniti in seguito all'uccisione di George Floyd a Minneapolis, il colosso francese ha colto l'occasione per tentare di chiedere una *rinegoziazione dell'acquisizione*, così da poter contrattare un prezzo più favorevole dei \$16,2 miliardi iniziali, ritenuti non più in linea con le prospettive poco soddisfacenti di Tiffany. A tale scopo, il 2 giugno 2020 si sono riuniti a Parigi i membri del consiglio di amministrazione di LVMH per discutere della questione. In questa sede, sono stati avanzati dubbi sulla capacità di Tiffany di far fronte a tutte le scadenze finanziarie entro il completamento dell'operazione, prevista per metà 2020. Inoltre, si considerava un pericolo la presenza per l'azienda statunitense di circa 100 milioni di dollari in crediti, che prospettavano la non remota possibilità che clienti risultassero inadempienti, visto il forte impatto del virus sull'occupazione.

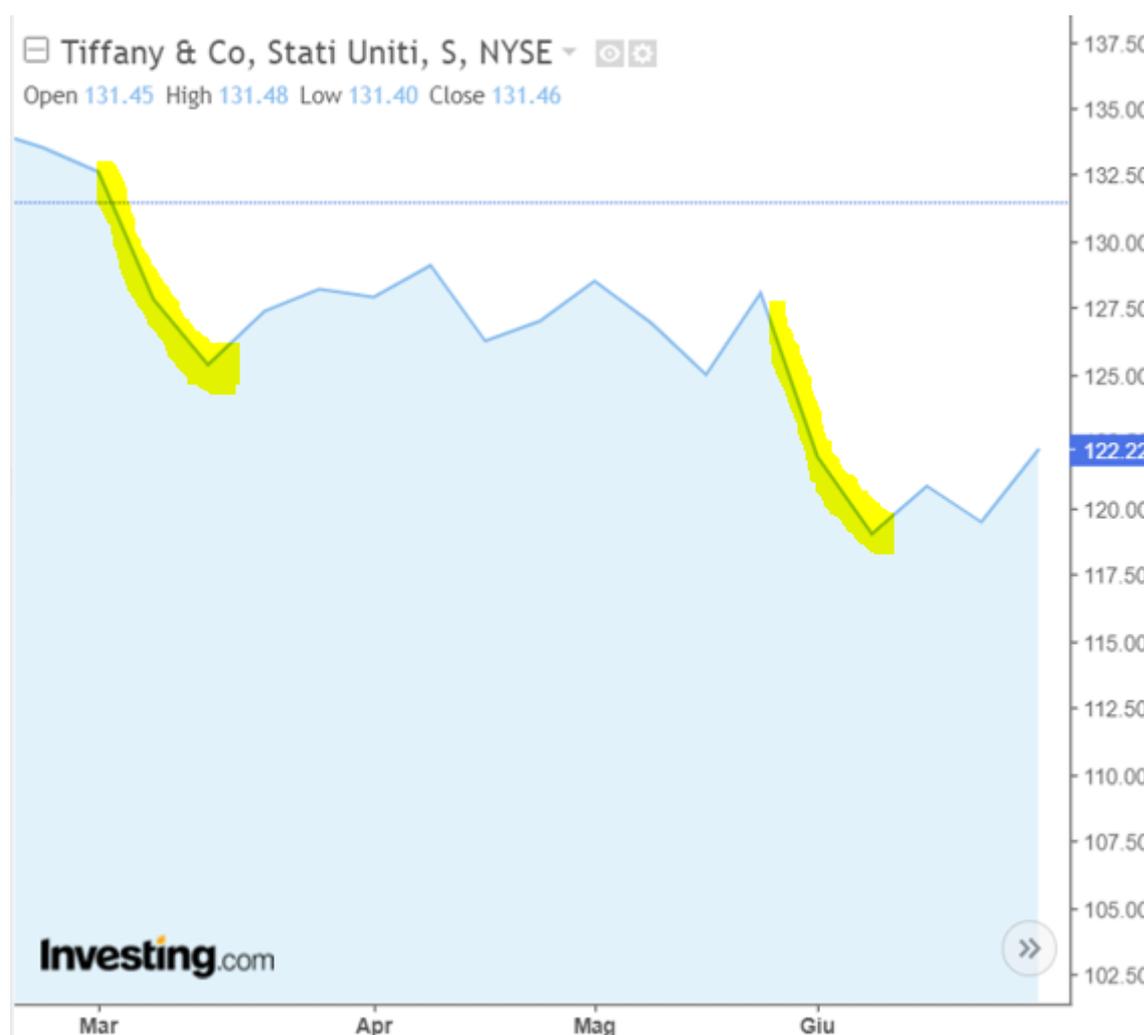
Il crollo del prezzo TIF e le nuove valutazioni del mercato sull'accordo.

La riunione a Parigi si configurò agli occhi del mercato come un possibile ripensamento di tutta l'operazione: quello stesso giorno **il prezzo TIF è sceso in borsa fino ad un massimo del 13%**, chiudendo la sessione con un calo dell'8.9%, per un valore dell'azione di **117,03 dollari**.

Due giorni più tardi, sebbene LVMH avesse smentito con un comunicato ufficiale l'intenzione di comprare le azioni sul mercato, a fine giornata le azioni TIF erano valutate a **\$114,15**, presentando quindi un **decremento di 200 punti base** in soli *due giorni*: è il suo secondo picco più basso dall'inizio del 2020 (Grafico 1).

Nonostante le recenti dinamiche sfavorevoli ed inattese, il *consensus degli analisti* rimaneva comunque su un giudizio **hold** del titolo statunitense. Si riteneva infatti, che, se da una parte, era comprensibile un tentativo di ribassare il prezzo da parte di LVMH, dato l'impatto a breve termine che la pandemia stava avendo sulle attività di Tiffany, dall'altra tuttavia l'accordo risultava ancora una scelta vincente. L'acquisizione costituiva per LVMH un fattore strategico di non poco conto, dal momento che uno dei motivi principali dell'interessamento per Tiffany risiedeva proprio nel suo potenziale di crescita in Cina e la più grande economia dell'Asia era in quel momento più avanti nel processo di riapertura. Vi era poi la preoccupazione tra i membri del consiglio di amministrazione francese sulla capacità di Tiffany di coprire, come d'accordo, tutti i suoi debiti entro la fine della transazione. Questo era significativo in quanto se Tiffany avesse mancato un pagamento del debito, si sarebbe potuta aprire la rinegoziazione del contratto di fusione. Tuttavia, persone vicine all'affare hanno riferito che un tale scenario fosse improbabile, dal momento che Tiffany aveva annunciato il 20 maggio che avrebbe pagato il suo dividendo trimestrale di 0,58 dollari per azione, come previsto. Si riteneva che il consiglio di amministrazione non avrebbe acconsentito al pagamento se la società fosse stata sotto stress finanziario. (Financial Times , 2020)

Grafico 1: A inizio giugno si verifica il secondo picco per perdita di valore dell'azione TIF. (Grafico di Investing.com)



Secondo un'analisi condotta da [UBS](#) all'indomani dell'incontro a Parigi, a risentire di un potenziale annullamento dell'operazione sarebbe stata anche la stessa maison di lusso francese.

Nonostante i membri del consiglio di amministrazione di LVMH abbiano manifestato il loro interesse a riconsiderare le trattative, con riguardo al recente deterioramento del mercato statunitense - che rappresenta il 39% delle vendite di Tiffany - non è stata annunciata alcuna decisione ufficiale. LVMH non ha confermato alcuna posizione riguardo le voci diffuse, né ha dichiarato se ha intenzione di ritirarsi del tutto dall'accordo o di ricercare ulteriori termini dell'operazione, visto l'insorgere di nuove circostanze. Al momento, la fusione è stata votata a maggioranza ed approvata da entrambe le assemblee dei soci e la sua chiusura è prevista per metà 2020: il tutto fa presumere che qualsiasi cambiamento sull'accordo esistente richiederebbe un *processo legale*.

In base al report dell'intermediario svizzero, questa alternativa, nonché l'eventuale annullamento dell'accordo è da considerare un **evento negativo** non solo per Tiffany, ma anche per il **settore del lusso in generale**, dal momento che così facendo il suo più grande esponente dimostrerebbe di aver bisogno di intraprendere mosse più caute per favorire la ripresa.

LVMH è da sempre conosciuto per il successo a lungo termine delle sue operazioni di fusione e per essere il consolidatore più grande del settore. Come tale, si ritiene che qualsiasi decisione di riconsiderare l'accordo potrebbe essere vista negativamente dall'intero settore del lusso. Secondo UBS, il mercato supporrebbe che il gruppo francese si aspetta:

- 1) una ripresa post-pandemia più lunga di quanto inizialmente previsto, e/o
- 2) un impatto negativo a lungo termine sui fondamentali del settore del lusso.

Questi due fattori, combinati al rischio reputazionale, inducono a pensare che il marchio francese sia incentivato a ricercare altre opzioni prima di considerare di tirarsi indietro dall'affare.

In base alle valutazioni UBS al 02/06, l'azione LVMH è scambiata sul mercato a €384,95 un valore 28,3 volte il P/E atteso del 2021 per un tasso di crescita CAGR 2020-2023 delle vendite e dell'EPS rispettivamente del 9% e del 22%.

In conclusione, il giudizio di UBS è **BUY**, con un prezzo atteso a 12 mesi pari a **€397**, stimato secondo il DCF e il SOTP.

Di seguito le stime dei margini e degli indici proposta da UBS, fino all'anno 2024, sulla base del prezzo attuale di mercato:

Highlights (€m)	12/17	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E	12/24E
Revenues	42,636	46,826	53,670	45,259	53,103	56,184	58,900	61,747
EBIT (UBS)	8,296	9,980	11,476	6,854	10,713	11,868	12,512	13,427
Net earnings (UBS)	5,496	6,447	7,339	4,346	6,862	7,473	7,928	8,576
EPS (UBS, diluted) (€)	10.90	12.79	14.57	8.63	13.62	14.83	15.74	17.02
DPS (€)	5.00	6.00	4.80	4.80	5.04	5.29	5.56	5.83
Net (debt) / cash	(7,838)	(6,422)	(7,038)	(4,408)	(830)	5,079	10,549	16,619
Profitability/valuation	12/17	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E	12/24E
EBIT margin %	19.5	21.3	21.4	15.1	20.2	21.1	21.2	21.7
ROIC (EBIT) %	24.3	26.0	27.5	15.5	23.9	26.1	27.4	28.9
EV/EBITDA (core) x	13.3	13.5	14.3	23.6	16.5	15.0	14.2	13.2
P/E (UBS, diluted) x	20.2	21.4	24.0	44.6	28.3	26.0	24.5	22.6
Equity FCF (UBS) yield %	4.2	4.0	4.8	3.7	4.3	5.7	5.6	6.0
Net dividend yield %	2.3	2.2	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5

Source: Company accounts, Thomson Reuters, UBS estimates. Metrics marked as (UBS) have had analyst adjustments applied. Valuations: based on an average share price that year, (E): based on a share price of €384.95 on 02 Jun 2020 20:35 BST

La Banca svizzera si attende una *quasi ripresa totale del volume delle vendite* già a partire dal 2021, con un tasso di crescita composto delle vendite 3 volte inferiore rispetto ai ritmi pre-crisi, intorno al 15% circa.

Per quanto riguarda i **rendimenti previsti**, UBS valuta:

- Apprezzamento atteso sul prezzo: +3,1%
- Rendimento atteso del dividendo: 1,3%
- Rendimento totale atteso dell'azione: +4,4%
- Rendimento di mercato atteso: 4,5%
- Scarto: -0,1%

Per quanto riguarda la valutazione di Tiffany & Co, il giudizio sul titolo TIF è **Neutral**. Si tratta di un'azienda matura, con una solida clientela e con alti margini di sviluppo: la ripresa dopo questi mesi di crisi è considerata un obiettivo di medio termine, a prescindere dall'acquisizione da parte del colosso francese. I rischi maggiori

a cui si espone la società statunitense e che aggraverebbero lo scenario, riguardano l'insorgere di una recessione nei mercati sviluppati, che si tradurrebbe in un brusco calo della spesa dei consumatori di beni di lusso; l'introduzione da parte dei concorrenti di prodotti nuovi e innovativi che fanno perdere alla società quote di mercato. Inoltre, vista la grande esposizione ai mercati internazionali, anche il cambio rappresenta al momento un fattore di rischio.

Grafico 1: Confronto andamento del prezzo storico e del target price di LVMH nel periodo Aprile 2017- Giugno 2020 (Dati di Ubs).

LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA (€)



(UBS, 2020)

La strategia del gruppo francese e la progressiva ripresa di Tiffany

La settimana successiva alla riunione del board, l'amministratore delegato di LVMH nonché maggior azionista Bernard Arnault ha partecipato ad una serie di colloqui con i suoi consulenti per identificare le modalità migliori per fare pressione su Tiffany, allo scopo di abbassare il prezzo concordato di 135 dollari per azione in contanti. Se da una parte si è discusso l'impatto del Covid-19 sull'accordo con la società statunitense, dall'altro è sorta la possibilità di sostenere che l'acquisita sia *in violazione dei suoi obblighi* ai sensi dell'accordo di fusione. Nonostante LVMH avesse deciso di non sollevare la questione del repricing dell'accordo, considerati gli ostacoli legali coinvolti, l'acquisizione era ancora in attesa di ricevere alcune delle necessarie approvazioni normative, per cui il colosso francese confidava sulla possibilità che le condizioni finanziarie di Tiffany potessero deteriorarsi.

Mentre quest'ultima era risultata in conformità con i patti che aveva concordato con i suoi creditori, LVMH si impegnava a monitorare da vicino le finanze della futura acquisita nelle settimane successive, per vedere se fosse possibile fare leva su qualche incongruenza. Il board puntava sulla possibilità di accertare una possibile violazione dei patti della società americana, in quanto, secondo l'accordo di fusione, solo in tal caso sarebbe stato lecito richiedere una rinegoziazione dei termini. Tuttavia, accanto al suo rapporto di una perdita trimestrale dopo un crollo delle vendite, Tiffany riferì presto di essere in conformità con tutte le convenzioni

di prestito a partire dalla fine di aprile e di aver recentemente modificato gli accordi di debito per creare una situazione più sostenibile. Tra le altre modifiche, in particolare si era stabilito l'aumento del rapporto di leverage consentito all'azienda.

Alessandro Bogliolo, amministratore delegato di Tiffany, in seguito a queste dichiarazioni, ha ribadito il suo impegno nell'accordo con LVMH e la sua convinzione di una ripresa alle porte per Tiffany, le cui vendite in Cina sono aumentate bruscamente ad aprile e ancora a maggio così come l'aumento delle vendite e-commerce. Inoltre, ha motivato il cambiamento dei termini di prestito della società come misura precauzionale al fine di mantenere la flessibilità rispetto alle sue fonti di liquidità e fornire un ulteriore margine di manovra per il patto di mantenimento finanziario. Si tratta di una mossa intrapresa da molte altre aziende, che hanno fatto aggiustamenti simili durante la pandemia (Financial Times, 2020).

Le azioni di Tiffany sono salite alla notizia dei buoni auspici per la società e all'impossibilità di recedere dall'accordo e sono state scambiate in **rialzo dell'8% a 123,95 dollari** nelle prime ore del mattino di venerdì 5 giugno. Questo rappresentava uno sconto dell'8% al prezzo di \$135 per azione. Le azioni LVMH erano scambiate in rialzo del 3,4% a 403,3 euro (456 dollari) a Parigi (Reuters, 2020).

Si trattava di una ripresa molto positivo per TIF, vista soprattutto la situazione di tensione con il colosso francese.

A fine giugno, la conferma di una intesa tra le due società è pervenuta dall'assemblea generale di LVMH a Parigi, dove l'amministratore delegato del gruppo LVMH Antonio Belloni ha parlato dell'accordo, affermando: "Crediamo che Tiffany sia uno dei marchi di gioielli più iconici. Come tale, ha pienamente il suo posto nel portafoglio di LVMH".

Nonostante potesse sembrare agli occhi della stampa una dichiarazione di pace da parte del gruppo francese, la volontà di rinegoziare il prezzo era ancora fra le priorità di Bernard Arnault.

Grafico 1: le azioni di Tiffany sperimentano un improvviso miglioramento dopo le incertezze sull'accordo diffuse sul mercato (Dati di Investing.com)



Il rinvio dei termini di chiusura dell'accordo.

Il 24 agosto era la data prevista per il completamento dell'operazione, ma mancando alcune approvazioni normative internazionali, rimaste ancora in sospeso, Tiffany & Co. ha esercitato **un'opzione per ritardare il termine finale al 24 novembre**, tempo massimo consentito dai termini dell'accordo.

Secondo il patto di fusione, il 24 agosto rappresentava la *prima scadenza* per il completamento, ma era prevista una clausola secondo cui, per volere di una delle parti, si decidesse di far slittare quel termine fino al 24 novembre - ciò in base ad un deposito di Tiffany alla U.S. Securities and Exchange Commission presentato all'inizio di quest'anno.

L'azienda statunitense, vista la situazione di stallo e il ritardo nell'ottenimento delle approvazioni, ha dunque deciso di esercitare l'opzione di posticipare al 24 novembre il termine ultimo. LVMH si riservava però il *diritto di contestare la validità della proroga* della data di chiusura del 24 agosto, ai sensi dell'Accordo di Fusione. L'operazione rimaneva soggetta all'autorizzazione da parte della Commissione Europea, della Japan Fair Trade Commission, dell'autorità messicana per la concorrenza (Comisión Federal de Competencia Económica) e della Taiwan Fair Trade Commission, e alla soddisfazione o rinuncia di altre condizioni di chiusura abituali.

Nel mentre, Tiffany riportava numeri di profitto più forti del previsto per il secondo trimestre: le tendenze incoraggianti citate per il primo trimestre, in particolare l'aumento delle vendite nella Cina continentale e l'e-commerce globale, hanno accelerato durante il secondo trimestre e hanno spinto il ritorno alla redditività trimestrale. La situazione sembrava poter prospettare per il meglio, sia per le performance dell'azienda americana, sia l'esito positivo dell'operazione.

Capitolo V: Dallo scontro in tribunale all'accordo definitivo.

Profitti in calo per LVMH

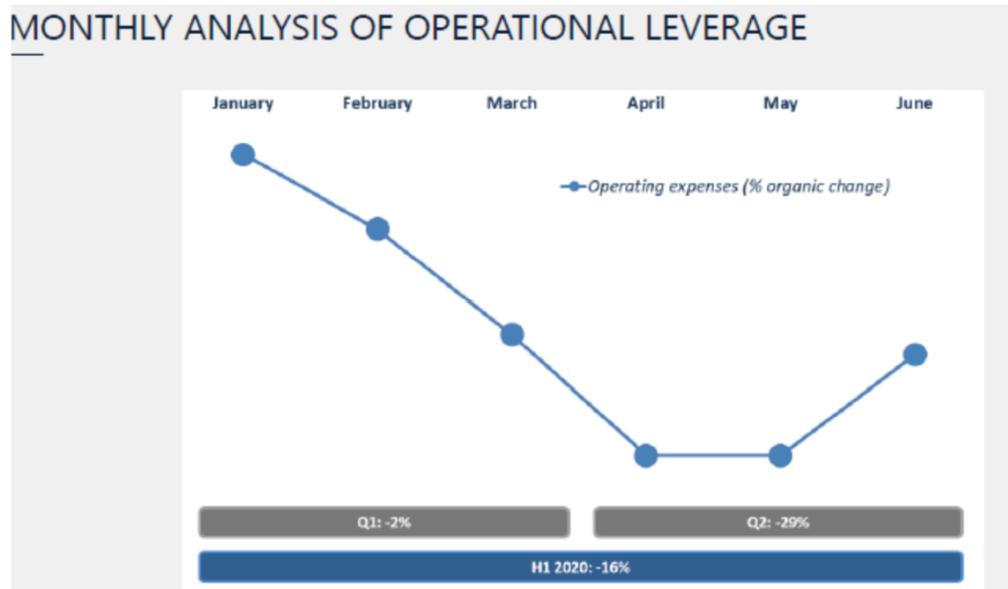
L'utile di LVMH è risultato a metà estate ben al di sotto delle aspettative del mercato.

J. P. Morgan, in un report del 27 Luglio, commenta che l'utile dalle operazioni ricorrenti è sceso del **62% su base annua** a 1.671 milioni di euro, contro i 2.290 milioni di euro attesi, con un margine EBIT giù di 1200 punti base, ovvero di 380 punti peggiore di quanto previsto, causato per metà da Gross Margin e metà dalle spese operative. La pressione nel GM è ricollegabile in parte a una *svalutazione delle scorte* - in linea di massima come previsto – e in parte al *sottoutilizzo della capacità produttiva*, che ha procurato un colpo più forte all'attività del gruppo. Gli analisti di JP Morgan si aspettavano che il margine operativo fosse compensato più pienamente da aumenti di prezzo di quanto non sia avvenuto. Le spese operative sono state tuttavia ben controllate, anche se non proprio al livello sperato - -5% contro l'atteso -20% - ma meglio dei colleghi del lusso (Grafico 1). Tutte le divisioni hanno mancato il profitto, con la perdita più evidente nella vendita al dettaglio selettiva - pur essendo il più grande battitore di vendite – e nelle divisioni Fragranze & Cosmetici e Orologi e Gioielleria, che hanno entrambe registrato una perdita a fronte di un profitto atteso. Non si è quindi verificato alcun “miracolo nel Fashion and Luxury Goods” che era stato ipotizzato: l'onnipotente divisione non è stata così performante e rispetto all'aspettativa degli investitori di in un calo delle vendite inferiore al 35% nel secondo trimestre (J. P. Morgan, 2020).

Con un prezzo al 27 luglio del 401,04, un EPS di 7,67 contro i 8,94 JPMe, LVMH ha comunque una performance di prezzo maggiore rispetto all'andamento dell'indice MSCI-Eu (paniere di 435 titoli di aziende a media-grande capitalizzazione) (Grafico 2).

(J. P. Morgan, 2020).

Grafico 1: andamento delle spese operative di LVMH nel periodo gennaio-giugno (elaborazione di JP Morgan)



Source: Company reports.

Grafico 2: Andamento del prezzo LVMH vs andamento del paniere di prezzi espresso dall'indice MSC-Eu.



Anche secondo le analisi di **Deutsche Bank**, il primo semestre non è stato così buono, con un calo del 28% nelle vendite e di oltre il 60% nei profitti. Le vendite sono state anche migliori rispetto alle aspettative, con l'aumento del 6% nel secondo trimestre rispetto al 4% stimato dal consenso. Si tratta dei dati **più resilienti del settore del lusso**, visto il declino più contenuto delle vendite contro il dato medio previsto del settore tra il 49 e il 33% e una migliore flessibilità dei costi, con una diluizione dei margini e quindi dei profitti minore rispetto alla media del settore. La buona performance nelle vendite è stata guidata dai marchi chiave LV e Dior, all'interno della sua divisione F&L, e Hennessy e Sephora, potenziato da vendite online. Tuttavia, i profitti si sono mostrati peggiori del previsto, con i 1,671 miliardi di euro contro 2,69 miliardi di euro attesi da Deutsche Bank e dal consensus. Il tema chiave e comune in tutti i marchi e le divisioni del gruppo resta quello di mantenere la creatività e l'innovazione, sui prodotti e sulla distribuzione e comunicazione, per essere pronti a capitalizzare la futura ripresa, e continuare a investire per il futuro, nonostante il contesto difficile.

Allo stesso tempo, per mantenere cautela e adattabilità si è richiesto necessario un taglio del 16% delle spese operative, in parte sui costi variabili e in parte su azioni strutturali.

Ne deriva un approccio più contenuto nelle previsioni del terzo e quarto trimestre, che tengano conto delle criticità su aree chiave come i viaggi intercontinentali, ma anche della capacità dei brand di far guadagnare quote di mercato al gruppo, in particolare Louis Vuitton e Dior, insieme a Hennessy e Sephora. Il tutto si traduce per la banca d'investimento in una **revisione al ribasso del 16% nei profitti operativi del 23% negli utili netti** dell'anno fiscale 2020; anche l'EPS viene tagliato del 9% con riguardo al 2021. Gli analisti DB esprimono in ultimo un **giudizio HOLD** del titolo, con un **prezzo atteso a 12 mesi di 439€**.

In conclusione, il consensus del mercato dichiara di mantenersi *più cauto* nelle aspettative dei trimestri a venire, viste le alte attese non eguagliate nel primo semestre. (Deutsche Bank, 2020).

La guerra legale ed il rischio di reputazione.

Mercoledì 9 settembre il dietro front di LVMH diventò ufficiale, con la pubblicazione di un comunicato in cui il Gruppo annunciava di non poter più proseguire nell'acquisizione della società americana in seguito ad una *lettera del governo francese* e ad alla richiesta non ancora resa pubblica di Tiffany di *posticipare i termini dell'operazione al 21 dicembre*.

In particolare, il CdA riferiva di essere venuto a conoscenza di una lettera del Ministro francese degli Affari Europei ed Esteri *Jean-Yves Le Drian*, che indirizzava il Gruppo a rinviare l'acquisizione di Tiffany & Co. a dopo il 6 gennaio 2021, allo scopo di sostenere gli sforzi del governo francese contro quello americano. La lettera si riferiva alla minaccia di Donald Trump di implementare dazi doganali, entro quella data, su alcune industrie francesi, compresi i beni di lusso, in reazione all'adozione da parte della Francia di una tassa sui servizi digitali. Già in precedenza, la richiesta di posticipare l'accordo da parte di Tiffany aveva sollevato ulteriori preoccupazioni nel board capeggiato da Arnault. Per questo, nel comunicato ufficiale, il gruppo francese dichiarava di aver deciso che, nel rispetto delle necessità della nazione, nonché dei termini sanciti dell'Accordo di Fusione - che prevedeva un termine ultimo *non oltre* il 2020 – non poteva essere in grado di completare l'acquisizione di Tiffany & Co (Financial Times, 2020). Mentre il vertice di LVMH cercava di far passare la decisione presa come una scelta obbligata, dovuta all'impossibilità di ignorare la richiesta da parte del governo francese ed alla contemporanea volontà di rispettare i termini sanciti dall'accordo del 2019, Tiffany si preparava a lanciare la propria causa contro il colosso francese: era l'inizio della battaglia legale.

La causa di Tiffany, depositata mercoledì 9 nello stato americano del Delaware, cercava di costringere LVMH ad onorare l'accordo originale di fusione e a finalizzare l'operazione entro il 24 novembre. Il gioielliere statunitense non aveva intenzione di abbandonare l'affare senza combattere e mirava a mostrare i veri motivi dietro i ritardi artificiosi e le scadenze mancate di LVMH. Nella causa, Tiffany affermava che era inequivocabilmente chiaro che il gruppo avesse fatto passare il tempo, negli ultimi cinque mesi, nel tentativo di arrivare alla data iniziale del 24 agosto 2020 e costringere Tiffany ad accettare di ridurre il prezzo

dell'operazione. LVMH veniva quindi accusato di aver usato *ogni mezzo disponibile* per evitare di chiudere la transazione e di aver strumentalizzato la lettera del governo francese; precedentemente aveva anche ritardato l'ottenimento delle autorizzazioni richieste dall'antitrust. La causa inoltre imputava a LVMH la **violazione dell'accordo di transazione**, non avendo informato la società statunitense immediatamente dopo aver ricevuto la lettera del governo francese. Roger Farah, presidente di Tiffany, affermava il 9 settembre: "Siamo spiacenti di dover intraprendere questa azione, ma LVMH non ci ha lasciato altra scelta che avviare una causa per proteggere la nostra azienda e i nostri azionisti".

La società francese ha prontamente respinto tali accuse, ribadendo di voler dimostrare che Tiffany ha subito un **effetto negativo materiale** nel corso degli ultimi mesi, ovvero un danno pandemico così grave da legittimare la modificata dell'offerta di LVMH. La causa indetta a sua volta da LVMH reclamava contro Tiffany di non aver seguito un *corso ordinario di attività* nell'ultimo periodo, in particolare nella scelta di distribuire dividendi sostanziali quando la società era in perdita e nell'incapacità di mantenere intatta e robusta l'attività e l'organizzazione della società. I risultati del primo semestre e le prospettive di Tiffany & Co. per il 2020 erano ritenute molto deludenti e significativamente inferiori a quelli di marchi comparabili del Gruppo LVMH durante quello stesso periodo. In conclusioni il gruppo affermava che mancavano le condizioni necessarie per la conclusione dell'acquisizione e Tiffany non era in grado di soddisfarle.

(Financial Times, 2020)

L'intervento senza precedenti del governo francese nell'affare ha portato a ipotizzare che LVMH avesse in qualche modo sollecitato l'assistenza per ritardare la chiusura della transazione. Tale argomentazione sosteneva che il presidente miliardario Bernard Arnault aveva manovrato dietro le quinte per mesi allo scopo di cercare di fare pressione su Tiffany e rinegoziare l'accordo per un prezzo inferiore.

Secondo un report pubblicato da Bloomberg, una persona in contatto con il governo ha dichiarato che fosse stato lo stesso Arnault a chiedere aiuto al ministro francese, così da avere una valida scusante per ritirarsi dall'operazione. A rischio ora vi era anche **la reputazione stessa del marchio e di Arnault**, noto per aver costruito la sua fortuna e il suo impero del lusso in decenni di fusioni e acquisizioni di successo, accumulando maison ricercati che lo hanno reso la quarta persona più ricca del mondo - anche se la sua fortuna era in calo di quasi 20 miliardi di dollari quell'anno. In base a Bloomberg, Arnault avrebbe dapprima cercato il sostegno del ministero delle finanze, che lo aveva respinto. Ad intensificare i sospetti si aggiunsero il rifiuto di commentare da parte del portavoce della presidenza francese, del ministero delle finanze e del ministero degli affari esteri, il quale non rispondeva alle richieste di commento. Andava anche considerato che in Francia, come altrove in Europa, alcuni titani del business avevano stretti rapporti con gli esponenti al potere. In molti ricordavano come, prima dell'elezione di Emmanuel Macron nel 2017, il miliardario avesse sostenuto pubblicamente il candidato; più recentemente, Arnault aveva lodato il lavoro di Macron per migliorare l'immagine della Francia tra gli investitori internazionali.

Quando quel mercoledì stesso fu chiesto se LVMH avesse domandato aiuto al governo francese, Jean-Jacques Guiony, direttore finanziario del gruppo, ha respinto il fatto come assurdo, affermando che la lettera del ministero degli esteri francese fosse puramente e completamente non richiesta. I dirigenti di LVMH hanno

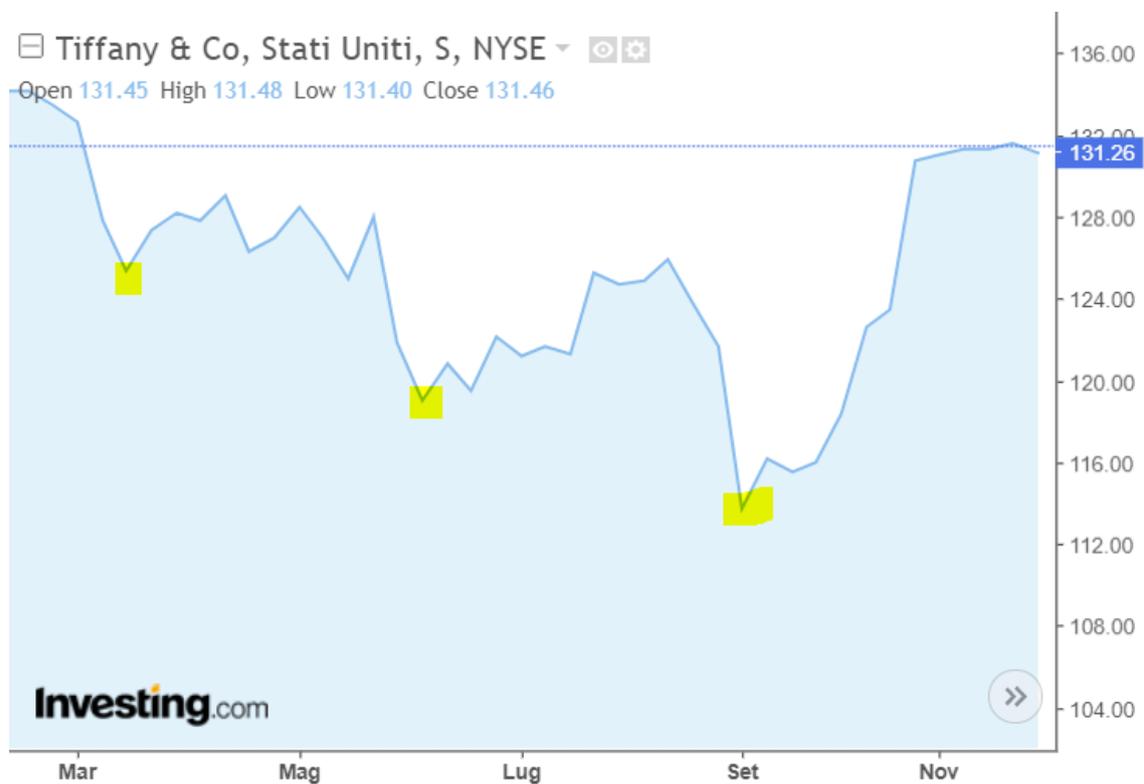
incontrato il ministro degli esteri Jean-Yves Le Drian dopo averla ricevuta, ma la lettera è arrivata come una sorpresa totale, ha riferito il CFO (Bloomberg.com, 2020).

I prezzi di borsa in balia dell'incertezza dell'operazione.

Il continuo flusso di notizie intorno all'accordo ha aumentato la volatilità delle azioni, specialmente per Tiffany, dal momento che l'esito di questa disputa diventava sempre meno prevedibile. Il gioielliere americano, già in fase di assesto a causa della pandemia e delle agitazioni sociali, ha subito quello stesso mercoledì un crollo del valore in borsa molto pronunciato, che ha visto le sue azioni **scendere del 8,4% a 111,67 dollari**, nel trading di mezzogiorno a New York. Per tutto settembre il prezzo è rimasto **stabile intorno ai 112€**: si tratta di un ribasso sentito fortemente dal mercato, in quanto ha influenzato l'intera valutazione del mese, diversamente da quanto accadde con i crolli giornalieri di marzo e giugno, nel quale le attese del mercato sono migliorate in pochi giorni, compensando il forte calo (Grafico 1).

Il mercato riponeva ancora alte aspettative sulla buona riuscita dell'accordo. Osservando il sopra citato grafico, è evidente come nonostante il crollo di inizio settembre, l'azione americana fosse destinata a riprendere il ritmo da inizio ottobre e tornare ai valori precedentemente segnati. In particolare, l'azione TIF ha ripreso a crescere ad un tasso costante per tutto ottobre, sebbene la guerriglia legale tra le due società andasse avanti. Anche gli eventi contrastanti contribuivano ad alimentare le incertezze del mercato. In un comunicato, LVMH confermava di aver sottoposto la proposta di acquisizione di Tiffany & Co. all'esame antitrust della Commissione Europea e che otto delle dieci autorizzazioni antitrust richieste erano già state ottenute. Intanto, il tribunale americano il 28 settembre fissava la data del processo per gennaio 2021: il vice-cancelliere della Corte di Chancery dello Stato del Delaware, che presiedeva la causa di Tiffany & Co. contro LVMH, stabiliva un processo di quattro giorni a partire dal 5 gennaio 2021. In quella data le azioni Tiffany tornavano *stabili ai 115 dollari per azione e si preparavano ad una crescita senza precedenti*.

Grafico 1: confronto dei crolli di prezzo più intensi subiti dal titolo TIF nel 2020 (Grafico di Investing.com)



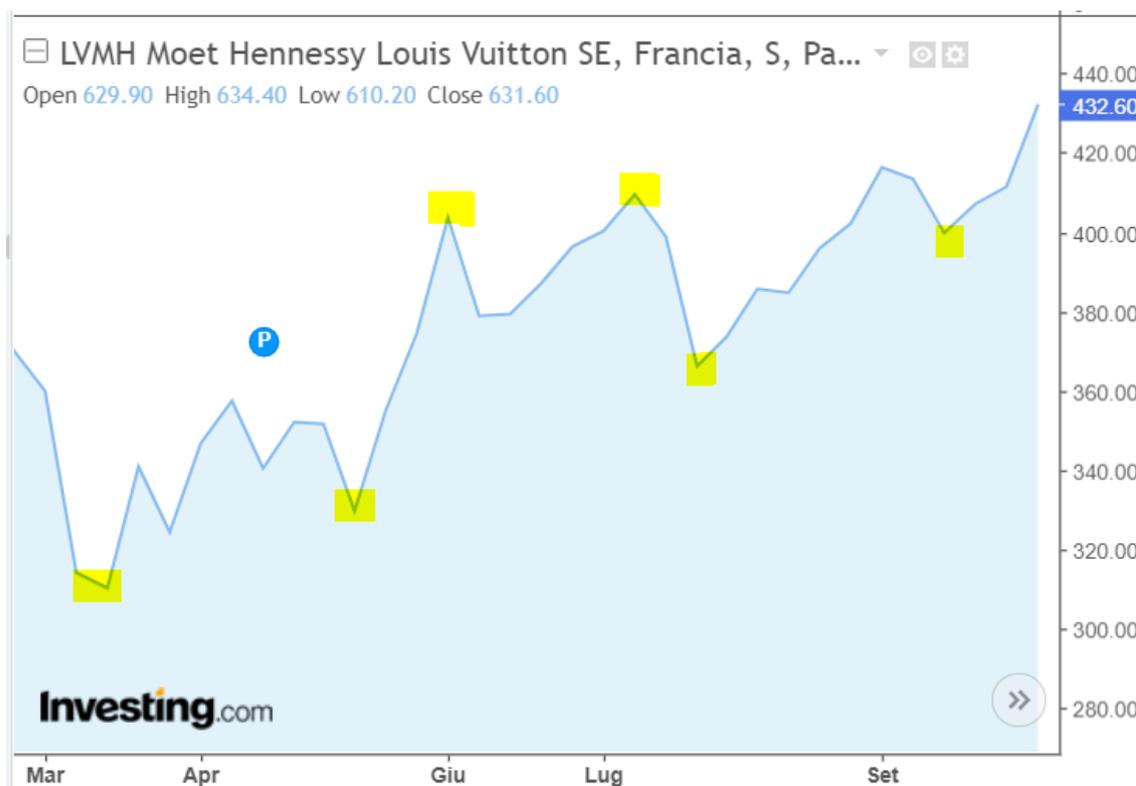
Dal suo canto LVMH non ha avuto le stesse oscillazioni in seguito all'annuncio: il giovedì successivo le azioni venivano scambiate solo 0,5% in meno. Tuttavia, continuava un andamento ribassista che hanno portato le azioni a 399€ a fine settembre.

Secondo gli analisti di UBS, nonostante LVMH utilizzava l'argomento "*effetto negativo rilevante*" come motivo per cui le condizioni necessarie per la conclusione dell'accordo non fossero soddisfatte, non era chiaro se la società stesse solo cercando un taglio di prezzo o volesse abbandonare completamente l'accordo. L'eventuale annullamento dell'operazione non minava solo il futuro prossimo di Tiffany, ormai avviata verso la possibilità di crescere sotto la guida del colosso francese, ma rischiava di impattare negativamente anche quest'ultimo. Gli azionisti della stessa avevano accolto con favore l'accordo e riservavano alte aspettative nelle sinergie post fusione, tra cui la possibilità di guadagnare terreno nella categoria dei gioielli; inoltre, vi era il rischio che l'annullamento comportasse una penale di rescissione, anche se non specificatamente indicata nell'accordo. Gli analisti UBS affermavano che tale situazione avrebbe potuto alimentare le speculazioni su LVMH, potenzialmente alla ricerca di altri candidati all'acquisizione immediatamente disponibili. Le aspettative di **prezzo a 12 mesi restavano stabili sui 439**, con rating BUY. (UBS, 2020)

A differenza di TIF, l'azione di LVMH aveva subito il suo deprezzamento più intenso a marzo (Grafico 2) ed era pronto a crescere per tutto il periodo successivo, con qualche colpo legato alle criticità dei primi risultati trimestrali e alle incertezze sull'accordo. In particolare, si può notare come il 2 giugno, il giorno dell'incontro ufficiale del board francese per discutere circa le criticità di Tiffany, l'influenza del marchio e la sua forza sul mercato erano tali che l'evento determinò un apprezzamento notevole dell'azione, in quanto il consensus si attendeva che l'accordo sarebbe stato ricontrattato con successo. Ciò non avvenne nei tempi sperati, fatto che determinò altre oscillazioni del titolo, ormai legato in buona parte dalla riuscita dell'operazione. Resta chiaro come i picchi del valore in borsa, così come i decrementi per Tiffany, fossero inevitabilmente legati alla

capacità del marchio francese di mostrarsi solido e risoluto verso il suo obiettivo di acquisizione, a sua volta connesso alla volontà di rinegoziare il prezzo d'acquisto. Dopo l'ultimo ribasso a fine luglio, quando i termini dell'operazione venivano posticipati, e la successiva ripresa alimentata dal tacito consenso di LVMH alla richiesta del gruppo francese, l'azione ripردهva quota il 9 settembre, dando inizio ad un altro periodo di incertezza.

Grafico 2: gli alti e bassi in borsa di LVMH (Dati di Investing.com)



Nuovi risultati positivi per il colosso francese.

Il terzo trimestre ha mostrato una diminuzione solo del **-7%** nelle vendite globali del gruppo rispetto ai risultati dello stesso periodo nell'anno precedente, dato fortemente positivo rispetto al consensus di Bloomberg, che stimava una contrazione pari al **-12%**, quindi quasi il doppio.

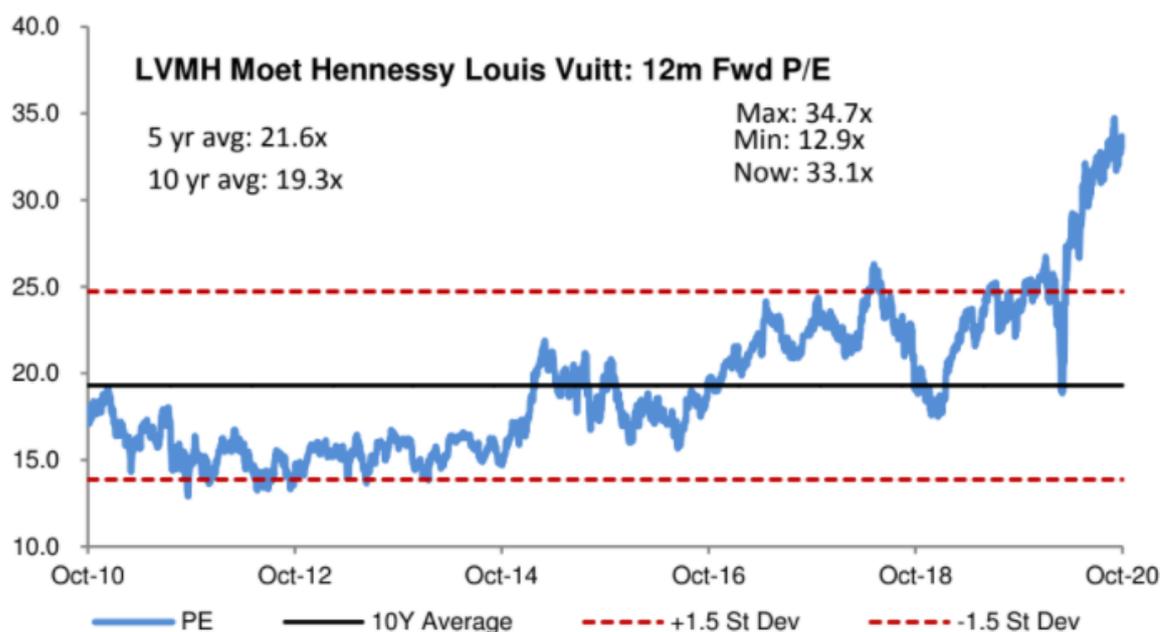
Secondo un report di Deutsche Bank del 16 ottobre, questa performance va analizzata tenendo conto della forte *polarizzazione* presente sia nel settore del lusso che nella stessa LVMH. La ripresa delle vendite globali è infatti attribuibile alla forza dei marchi chiave Louis Vuitton, Dior e Hennessy, che hanno compensato il calo intenso sperimentato dalle altre divisioni del gruppo, meno trainanti nel settore del lusso e di conseguenza meno performanti anche per LVMH. In particolare, **la crescita del 12%** a tasso di cambio costanti che ha interessato la **moda e pelletteria** è risultata di gran lunga superiore al consensus, grazie soprattutto al contributo dei consumatori locali in Cina, Stati Uniti e Europa che hanno controbilanciato il non trascurabile

declino della spesa turistica. Ciò dimostra come l'ampiezza del gruppo permetta di mantenere gli investimenti, la creatività e la visibilità elevate.

Ecco i *risultati chiave* del terzo trimestre confrontati con le attese di DB e del consensus:

- Ricavi totale: -7% rispetto a -10% e a -12%;
- Settore Acolici: -3% rispetto al -10,9% e 7,9%;
- Settore Moda e pelletteria: +12% contro +1,9% e -0,9%;
- Settore Profumi e cosmetica: -16% contro il -14% e -15%;
- Settore Orologi e gioielli: -14% contro -18,4% e -16%;
- Settore Vendita al dettaglio: -29% rispetto a -24,5% e -25%.

Un'ulteriore attenzione è riportata anche **sull'andamento del P/E** del gruppo, il quale confrontato ai valori degli ultimi dieci anni ha subito aumenti esponenziali dopo l'annuncio dell'acquisizione, con successive aspettative di crescita:

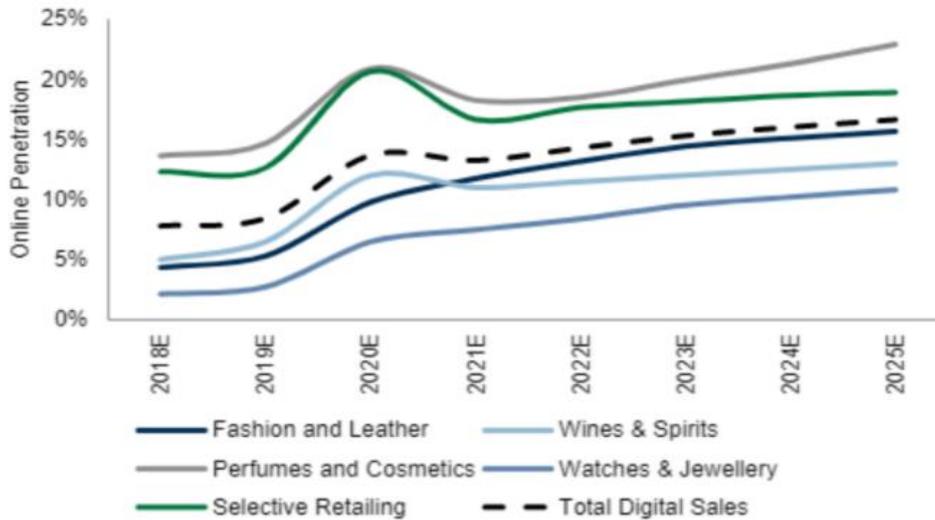


Source : Deutsche Bank and Bloomberg Finance LP

(Deutsche Bank Research, 2020)

Anche **Goldman Sachs**, in seguito al grande impulso dato dalla divisione fashion & leather, inatteso dal mercato, rivede in positivo le stime per il 2020. La valutazione rimane attraente, con la possibilità di un aumento del valore delle azioni anche per effetto di un'espansione digitale. In questo ambito, sono giudicati notevoli i passi avanti effettuati da LVMH nella creazione di canali online, con un boom del 2020 in seguito all'obbligo di chiusura degli store fisici, in particolare per le divisioni Profumi e Cosmetica e Vendita al dettaglio; GS prevede una successiva crescita stabile dell'online fino al 2025:

Exhibit 2: Online penetration accelerating in 2020E
 % Sales online by division



Anche la crescita del prezzo azionario, dopo la crisi dei lock-down, mostra degli incrementi molto convincenti, che hanno portato il titolo a riprendere vigore fino ai livelli pre-crisi (Grafico 1). Su questa scia, GS fissa un rating BUY per LVMH, con **un prezzo atteso a 12 mesi di 500€**, rispetto i 403 correnti, per un incremento atteso del 6%.

Grafico 1: andamento del prezzo LVMH rispetto al FTSE World Europe (Elaborazione di Goldman Sachs)



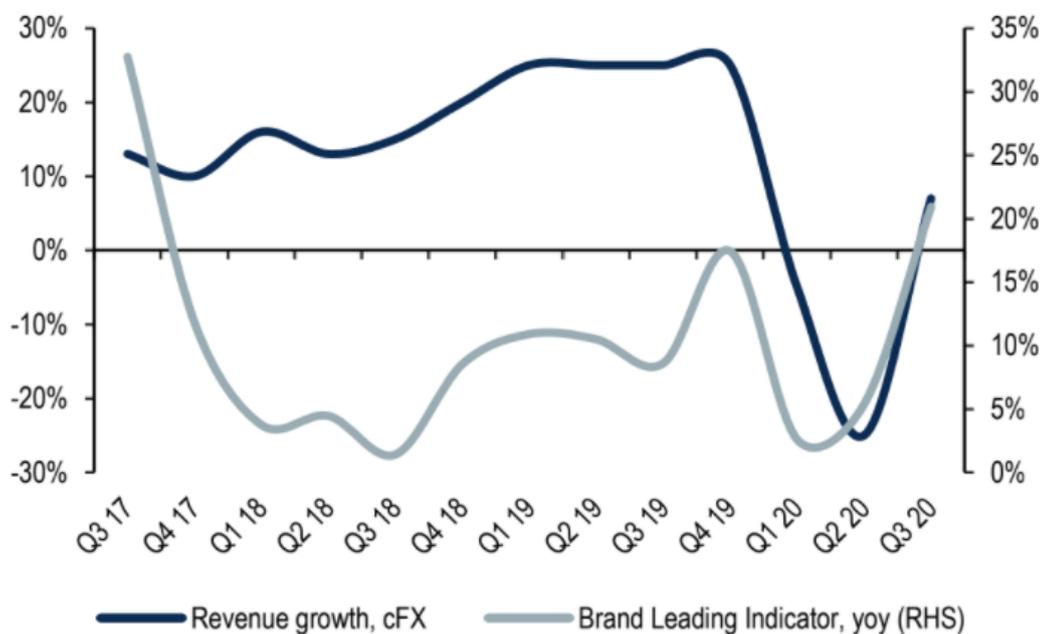
(Goldman Sachs, 2020)

Infine, anche **Bank of America** nel report del 16 ottobre rilascia considerazioni positive sul settore del lusso e su LVMH, con ricavi che iniziano a normalizzarsi nonostante i venti contrari a breve termine come la pandemia globale, l'incertezza a livello macro, le elezioni USA e l'assenza di turismo globale. Anche per BofA, LVMH ha mostrato la sua leadership nella divisione moda e pelletteria, definendo la clientela europea come il mercato più performante, grazie alla forza del suo portafoglio di marchi piuttosto che al mercato, fattore di differenziazione chiave per tutto il terzo trimestre. In un grafico apposito i marchi trainanti vengono confrontati con il *BofA Brand Leading Indicator* - costruito con una serie di dati finanziari online considerati un utile barometro dell'azienda – per misurarne lo slancio: nel terzo trimestre, LVMH ha avuto 4 dei suoi marchi nelle prime 7 posizioni della classifica, con Dior (Grafico a) che continua a occupare il primo posto e Fendi, Celine e Louis Vuitton (grafico b) rispettivamente al terzo, quinto e settimo posto. C'è una forte correlazione tra il Brand Leading Indicator e la crescita dei ricavi di LVMH Fashion & Leather.

Grafico a: Lo slancio delle vendite di Dior (Elaborazione di BofA)

Chart 13: Dior Brand Leading Indicator also bounced back in Q3

Dior retail revenue growth (cFX) vs BofA Brand Leading Indicator

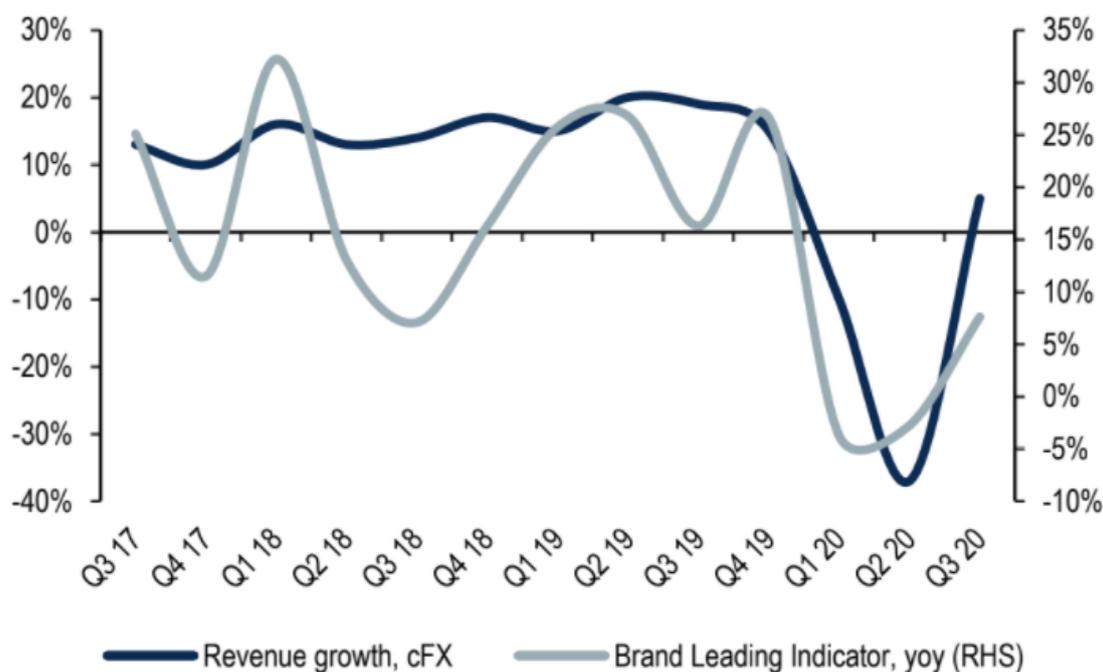


Source: BofA Global Research

Grafico b: lo slancio delle vendite di LVMH (Elaborazione di BofA)

Chart 12: Louis Vuitton Brand Leading Indicator has bounced back

Louis Vuitton retail revenue growth (cFX) vs BofA Brand Leading Indicator



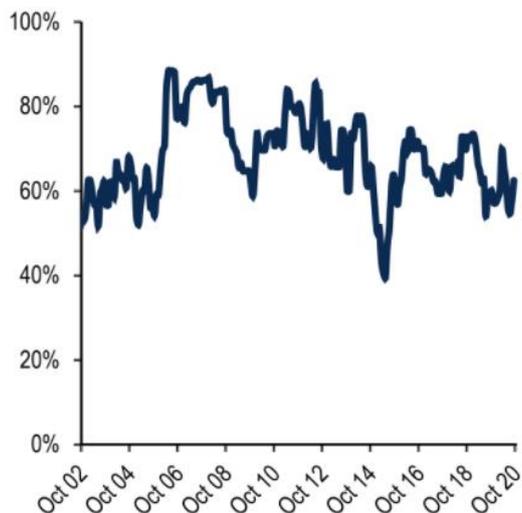
Diversamente, la categoria di prodotto orologi e gioielli – che ha mostrato una variazione complessiva di -16% - non è di buono auspicio per gli investitori che si aspettavano un indebolimento di Richemont, soprattutto dopo l'operazione con Tiffany.

Secondo BofA, LVMH è scambiata a 26x il 2021e P/E atteso per il 2021, con uno sconto del 10% rispetto ai suoi competitors del lusso, nonostante un profilo di crescita più attraente. Oltre al suo portafoglio di marchi, la diversificazione delle divisioni e l'esposizione geografica equilibrata la rendono più resiliente di molti dei suoi pari del settore. Gli analisti di BofA fissano anch'essi **un prezzo a breve termine di 500€** con rating **BUY**, in quanto conviene investire in società con un forte slancio del marchio o in fase di miglioramento e, in questo contesto, LVMH è stata innovativa, portando nuovi volumi e quote di mercato. Si ritiene che il portafoglio di marchi forti di LVMH le consentirà di conquistare quote di mercato significative fino al 2020-21. Viene anche previsto che la sua divisione Fashion & Leather – che contribuisce a circa il 60% dell'EBIT del gruppo - sarà in grado di far crescere gli utili ad un CAGR del 13% nel quadriennio del 2020-23.

In conclusione, il consensus del mercato su LVMH è positivo, con il **63%** dei broker sell-side che raccomandano il titolo come **Buy** e solo il **16%** che esprimen un rating **Sell**:

Chart 17: 63% of analysts rate LVMH as Buy

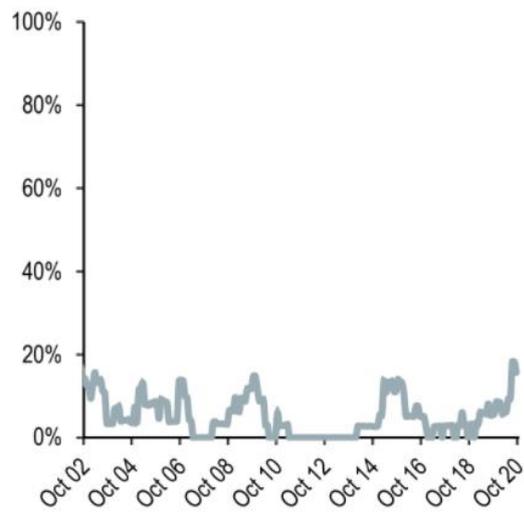
LVMH % of Buy Recommendations



Source: BofA Global Research, Bloomberg

Chart 18: 16% of analysts rate LVMH as Sell

LVMH % of Sell Recommendations



Source: BofA Global Research, Bloomberg

(Bank of America, 2020)

La rinegoziazione dei termini.

A metà ottobre Tiffany ha diffuso i dati delle vendite e dei profitti prodotti nei mesi di agosto e settembre. Le entrate sono risultate in crescita durante l'estate, invertendo la tendenza poco entusiasmante dei mesi precedenti, anche se comunque minori rispetto alle performance dello stesso periodo nel 2019. L'utile operativo ha invece riportato una crescita del 25% rispetto ai dati dell'anno precedente, sempre nei due mesi. Importante è stata anche la spinta ai canali online di vendita, che ha visto raddoppiare i suoi numeri rispetto al periodo comparabile del 2019 e ha rappresentato il 13% delle vendite nette totali. Bogliolo ha inoltre dichiarato che nonostante i risultati dell'intero anno fossero ancora molto influenzati dal Covid-19, l'attività è rimbalzata dopo il primo trimestre e con prospettive di crescita anche nel terzo trimestre, soprattutto nella Cina continentale, e del recupero negli Stati Uniti. L'azienda prevedeva un calo delle vendite di circa il 5% per il periodo da novembre a gennaio, suo quarto trimestre fiscale, e un incremento di circa il 5% dei profitti operativi. (Pambianconews.com, 2020). Grazie al buon auspicio dei risultati, anche il valore in borsa delle azioni aveva iniziato a prendere quota da inizio ottobre, arrivando presto ai 120 dollari.

In concomitanza alla diffusione dei risultati, Tiffany confermava, nel filing depositato presso la US Securities Exchange Commission (SEC), che l'Unione Europea aveva approvato l'operazione di acquisizione e che quindi tutte le **approvazioni normative richieste per il completamento dell'operazione erano state ottenute.**

In base ad un articolo di Reuters, in questo contesto Tiffany ha iniziato a riavvicinarsi a LVMH con un tono più conciliante. Il peggioramento della pandemia a metà ottobre in Europa e negli Stati Uniti ha giocato un ruolo importante nel riportare le due parti al tavolo delle trattative, visto l'aumento dei rischi commerciali.

Anche l'accusa mossa contro LVMH di aver fatto di tutto per ottenere un esiguo sconto sull'accordo originale aveva sconcertato molti analisti, per cui sembrava più logico che il gruppo francese risparmiasse sulle spese legali potenzialmente costose, terminando la disputa ora (Reuters.com, 2020). L'ultima settimana di ottobre si sparse la voce che Tiffany era disposta a prendere in considerazione un prezzo rivisto, purché fosse superiore a 130 dollari per azione, se la società francese avesse accettato di chiudere la transazione senza ulteriori cambiamenti. Anche LVMH era aperta a discutere tali termini, ma richiedeva un prezzo sotto i 133 dollari per azione, per poter accettare i nuovi termini. Ogni \$1 per azione rispetto al prezzo originale equivaleva a un risparmio di circa \$120 milioni. Secondo quanto riportato da CNBC e Reuters martedì 27 Ottobre, LVMH e Tiffany stavano negoziando nuovamente i termini per l'accordo:

- per Reuters, LVMH avrebbe pagato tra i 131 e i 134 dollari per ogni azione di Tiffany;
- CNBC riportava invece che LVMH avrebbe acquisito Tiffany per 130-133 dollari per azione.

ma i colloqui rimanevano non conclusi.

Le azioni di Tiffany sono salite dell'1,5% a 124,71 dollari nelle prime contrattazioni di New York martedì, dopo che la CNBC ha riferito che erano in corso discussioni tra le società. Il titolo è salito ulteriormente, raggiungendo i **129,37 dollari, in crescita del 5,3%** nel primo pomeriggio di negoziazione, dopo che anche il Financial Times ha riferito sulla fascia di prezzo in esame (Financial Times, 2020)

Giovedì 29 ottobre **LVMH e Tiffany & Co. hanno annunciato di essere arrivati ad un accordo definitivo**, ponendo fine ad all'aspro conflitto innescato dalla pandemia di coronavirus, che aveva minacciato di far deragliare la più grande acquisizione del settore del lusso. Il conglomerato francese ha accettato di pagare **131,5 dollari per azione** di Tiffany rispetto ai 135 dollari iniziali, per un valore totale dell'operazione di **15,8 miliardi di dollari** ovvero circa 13,6 miliardi di euro. Il nuovo prezzo offriva un leggero premio, pari all'1,2% rispetto ai 129,95 dollari della chiusura del titolo di Tiffany della sera prima a Wall Street. Tiffany inoltre si impegnava a pagare ai suoi azionisti un dividendo di 0,58 dollari per azione.

In una dichiarazione congiunta, le due società riferirono che avrebbero risolto le loro cause intentate nello stato americano del Delaware a settembre e i consigli di amministrazione dei due gruppi hanno approvato i termini rivisti nelle rispettive riunioni di mercoledì sera. Le nuove clausole dell'accordo dovranno essere approvate dagli azionisti di Tiffany e la chiusura è ora prevista all'inizio del prossimo anno; tutte le autorizzazioni antitrust sono state recepite.

Lo sconto ottenuto in definitiva da Bernard Arnault è pari a **425 milioni di dollari**, ovvero solo il 2,5 del prezzo originale. Si tratta di un risparmio molto esiguo, soprattutto visti gli sforzi economici che l'intento della causa ha richiesto, da entrambe le parti. Flavio Cereda, analista di Jefferies, in una nota prima dell'annuncio affermava: "Non ci è chiaro perché LVMH e il suo team legale avrebbero perseguito il corso di azione che hanno fatto dall'inizio di settembre per assicurarsi uno sconto minimo ai termini originariamente concordati". La conclusione dell'accordo con un nuovo prezzo dimostra comunque come Arnault, che ha la reputazione di negoziatore feroce, non volesse davvero abbandonare l'acquisizione e che il suo intento fosse ottenere un prezzo inferiore. Nonostante avesse permesso agli avvocati di LVMH di fustigare Tiffany nei documenti legali

per la sua *performance catastrofica* e le sue *sfavorevoli prospettive* per il futuro, ora si diceva convinto del formidabile potenziale del marchio Tiffany e della spinta che LVMH avrebbe garantito al già brillante gioielliere americano. Anche Roger N. Farah, chairman del board of directors di Tiffany affermava di essere lieto di aver raggiunto un accordo con Lvmh a un prezzo ragionevole e di poter procedere con la fusione, in quanto fosse nel migliore interesse di tutti gli azionisti ottenere la certezza della chiusura. Il CEO di Tiffany, Alessandro Bogliolo che ha dichiarato di confidare nel potere e nel valore del marchio Tiffany e negli avvincenti vantaggi strategici e finanziari a lungo termine della nuova combinazione.

(Financial Times, 2020)

Non per tutti un affare vincente.

Il giorno successivo all'ufficializzazione dell'accordo, l'azione di Tiffany era valutata a **130\$**, con un apprezzamento di quasi **il 10% in 10 giorni** e del **32% rispetto all'anno precedente**, ovvero prima che il gruppo francese rendesse pubblico il suo interesse per l'azienda. Non vi era alcun dubbio da parte del consensus circa la convenienza dell'operazione per Tiffany, che avrebbe potuto recuperare quote di mercato sotto la guida di LVMH. Al contrario, l'azione del conglomerato francese aveva subito un leggero decremento a partire dal 23 ottobre, periodo in cui era diffusa la notizia delle nuove contrattazioni in corso. In meno di una settimana, dal 23 al 28 ottobre, l'azione era scesa dai 426 ai 402€, rimanendo quasi invariata anche dopo la comunicazione del nuovo prezzo ufficiale.

Il mancato boom immediato del titolo in borsa va valutato tenendo conto del contesto in cui si è svolta l'intera vicenda del matrimonio Tiffany-LVMH. Il fatto che l'operazione si fosse in un primo momento presentata come la più grande acquisizione nel settore del lusso e poi, a causa della pandemia, fosse stata fortemente messa in crisi, aveva smosso anche le opinioni ottimistiche dei maggiori sostenitori dell'operazione. Gli investimenti attesi per il rilancio del marchio statunitense erano ingenti e dopo la guerra portata avanti da LVMH per sottolineare i deficit di risultato di Tiffany, non si poteva ora non riconoscerne le criticità. Bernard Arnault stesso aveva affermato che le operazioni di Tiffany mostravano un elevato margine di vulnerabilità alla recessione, che si prevede caratterizzerà il settore del lusso nei prossimi anni.

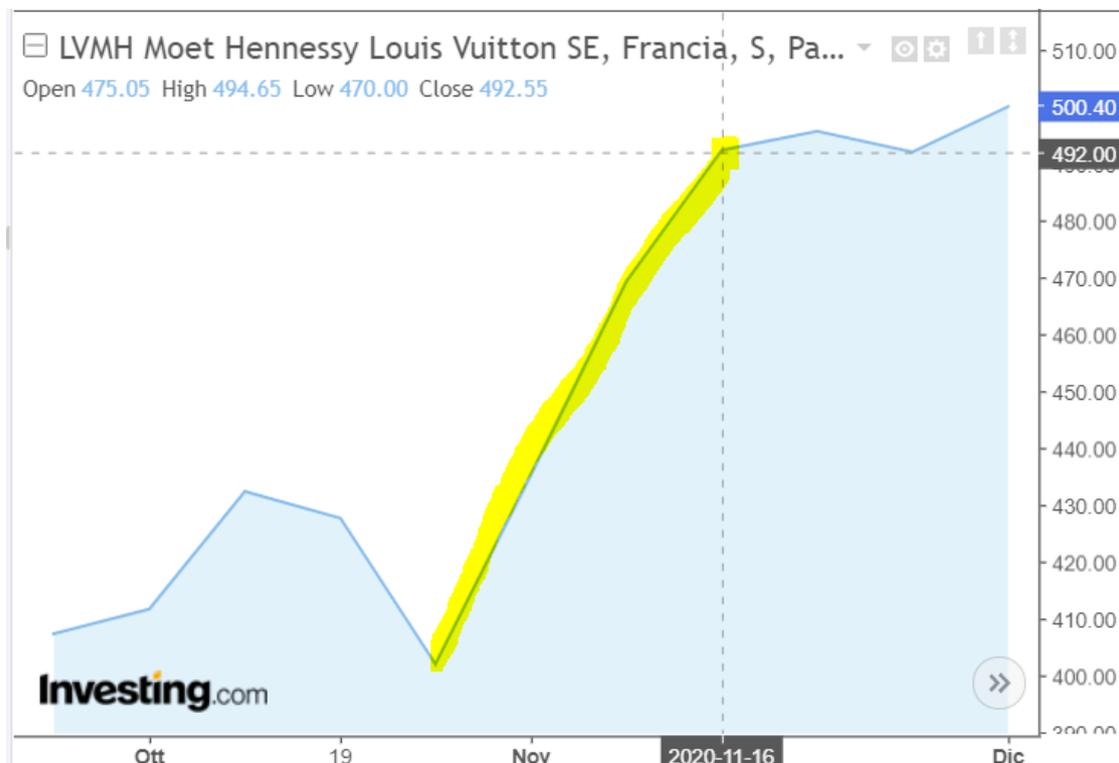
Gli analisti di **Kepler Cheuvrex** avevano ritenuto già al primo tentativo di fusione che questa avrebbe richiesto molto lavoro e spese in conto capitale, per poter integrare correttamente Tiffany e generare rendimenti positivi. Ora che il clima si era inasprito, con le querele reciproche, non sarebbe stato l'esiguo sconto ottenuto a rendere l'operazione più conveniente. Kepler stimava al 29 ottobre 2020 che, con Tiffany consolidata a partire da gennaio, utilizzando i dati di consenso di Bloomberg, LVMH avrebbe ottenuto nel 2021, 3,6 miliardi di euro di vendite, 570 milioni di euro di EBIT e 324 milioni di euro di contributo all'utile netto, assumendo costi di finanziamento dell'1%. Il risultato atteso si risolveva quindi in un **impatto accrescitivo del 4,91% sull'EPS 2021e** di LVMH, mentre il ritorno sul capitale investito rimaneva debole al 4,2% nel 2021. Inoltre, in un'analisi pregressa, rimuovendo Tiffany dalle previsioni di LVMH, Kepler non aveva riscontrato un grande impatto: nel metodo di valutazione SOP (somma delle parti) di LVMH, Tiffany era valutata al prezzo dell'operazione

- pagato in debito – e nel rimuovere Tiffany, erano stati tagliati 14,5 miliardi di euro sia dal SOP che dal debito di LVMH

(Kepler Cheuvreux, 2020).

La ripresa del titolo LVMH è iniziata a novembre, qualche giorno dopo l'ufficializzazione della revisione dell'accordo, con **un'accelerazione del 18%** che ha portato l'azione da 403€ a 492€ in meno di due settimane (Grafico 1). A favorire tale sprint non sono state tanto le aspettative ottimistiche sull'operazione confermata, quanto la sempre più evidente resilienza del gruppo e dei marchi principali. Nonostante le sfide poste dalla pandemia, i prestigiosi marchi all'interno di LVMH hanno continuato a guadagnare quote di mercato. Louis Vuitton e Dior hanno mostrato la loro forza nella Cina continentale, con gli acquisti domestici che hanno più che compensato l'assenza di quelli effettuati all'estero, ma anche grazie alla forte presenza nei mercati del lusso più maturi, quali Europa e Stati Uniti. La divisione Moda e Pelletteria (F&L) è infatti cresciuta del 12% nel 3° trimestre, rispetto alla media del settore del lusso del -6%. Per questi motivi, anche le stime attese per il gruppo nel 2021 sono positive: Bank of America si attendeva per il 2021 una solida crescita dei volumi – aiutata dall'ampio posizionamento dei prodotti Louis Vuitton, insieme a un forte potere di prezzo - e una crescita delle vendite sottostanti per la divisione F&L del 17%, rispetto alla previsione di settore del +15% e nonostante una base di confronto relativamente difficile – -7% di LVMH e del -25% dell'industria al 2020. Al contempo, trainante è anche Hennessy, terzo marchio di LVMH in termini di contributo agli utili - circa l'8% dell'EBIT di gruppo FY21E), conosciuto come il più grande marchio di cognac a livello globale con 7,6 milioni di confezioni vendute nel FY19, secondo le stime BofA. Mentre l'inventario rimane un vincolo, questo è di buon auspicio per il mantenimento di un forte potere dei prezzi in un segmento con elevate barriere all'ingresso. Infine, secondo Bank of America, il gruppo sarà in grado di estrarre ulteriore valore dalle sue recenti acquisizioni Belmond e Tiffany.

Grafico 1: il titolo LVMH riprende a salire a partire da novembre 2020 (Da investing.com)



La chiusura dell'operazione e il contesto favorevole.

Il 30 dicembre 2020 gli azionisti di Tiffany hanno votato per approvare l'accordo di fusione modificato. Una settimana più tardi, il **7 Gennaio 2021 LVMH ha annunciato di aver completato l'acquisizione di Tiffany & Co**, che trasforma profondamente la divisione Orologi e Gioielli di LVMH e completa le 75 prestigiose Maison di LVMH. Nello stesso comunicato il gruppo ha annunciato la nomina alla guida della maison di due alti dirigenti del marchio Louis Vuitton e di uno dei figli di Arnault:

- Anthony Ledru, dirigente esperto di gioielli che ha precedentemente lavorato da Tiffany prima di entrare in Louis Vuitton nel 2014, come amministratore delegato;
- Michael Burke, già amministratore delegato di Louis Vuitton e di Bulgari, come presidente di Tiffany.
- Alexandre Arnault come vicepresidente esecutivo per il prodotto e la comunicazione, a fianco di Ledru.

L'annuncio della chiusura dell'operazione è arrivato in un periodo di fibrillazione per il settore del lusso, il quale nel 2020 ha sovraperformato, con quotazioni in aumento del 16% nonostante un taglio del 25% dell'EPS atteso dal consensus. Per il quinto anno consecutivo, come riporta Citi bank, il mercato si è rivalutato del 40-50%, grazie al rapido miglioramento della domanda soprattutto per l'abbigliamento e la gioielleria già dal terzo trimestre del 2020, nonostante i venti contrari dell'anno trascorso. Si tratta di una miglior resilienza rispetto a quanto visto con le precedenti flessioni del lusso – tra il 2001 e il 2003 e ancora nel 2008 e 2009 – le quali hanno sperimentato una contrazione prolungata dei ricavi ed una compressione dei multipli (Grafico 1). Dior e Vuitton rimanevano in cima alla classifica delle più performanti maison del lusso, lasciando dietro Gucci, Cartier e Prada. Gli investitori hanno valutato la capacità delle aziende di lusso di preservare o addirittura migliorare la liquidità durante la fase iniziale della pandemia e nonostante le vendite generalizzate

sui listini che hanno caratterizzato il 1° trimestre 2020. Ciò è stato attuato grazie alla combinazione di controllo dei costi, drastica riduzione dei piani di investimenti – in particolare dell’apertura di nuovi negozi – e riduzione se non addirittura soppressione del dividendo relativo all’anno 2019.

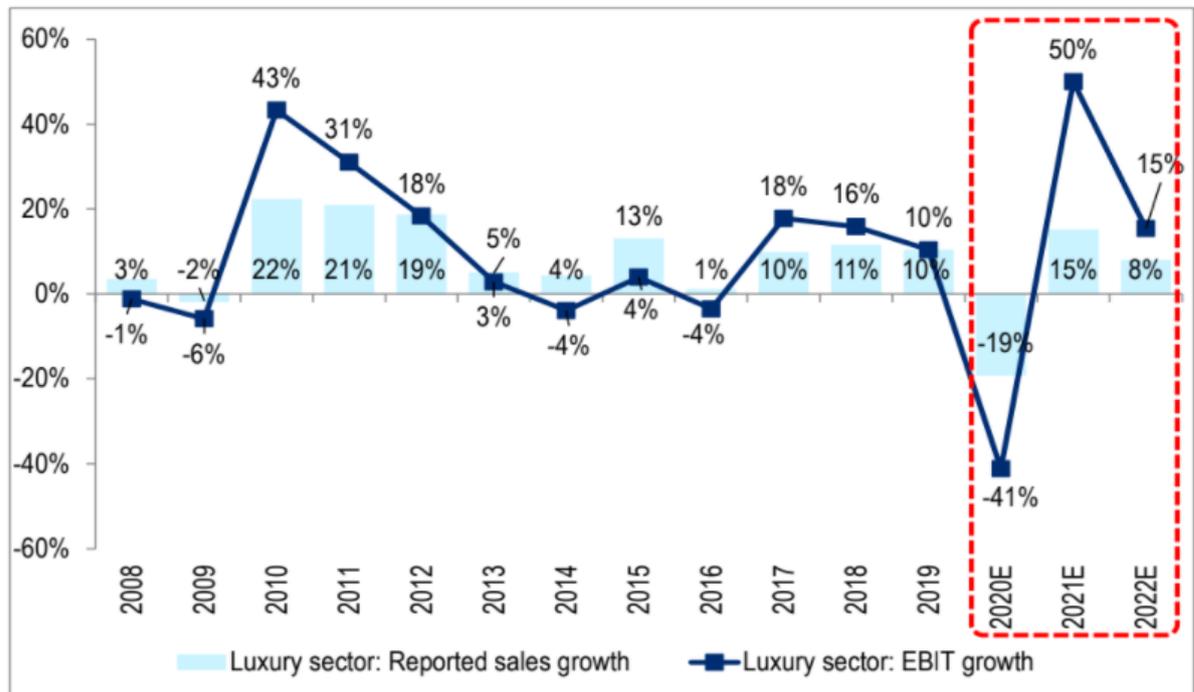
Sulla base di questi elementi, le previsioni del *consensus* sul settore per il 2021, risultano molto ottimistiche già da gennaio, con vendite e profitti attesi di poco inferiori ai livelli del 2019, anno euforico in cui la maggior parte delle aziende ha raggiunto il picco dei ricavi e dei margini, grazie al contesto macro favorevole, agli effetti ricchezza e al boom dei viaggi globali. A detta di Citi Bank, il mercato potrebbe essere anche eccessivamente fiducioso, date le incertezze a livello sanitario ed economico, le tensioni geopolitiche, i flussi turistici al ribasso e la nuova ondata di chiusure di negozi a causa dell’emergenza da Covid-19. Da questo punto di vista, si confida molto nella tempistica e nell’efficienza della produzione di un vaccino globale (Citi Bank, 2021).

Il titolo LVMH ha iniziato il 2021 con un prezzo di **523€**, con un **incremento del 23%** nell’ultimo trimestre, che lo ha portato ad essere uno dei titoli più performanti nel 2020. Secondo Bank of America, c’è ancora presente un significativo potenziale di rialzo del titolo, grazie al suo portafoglio di marchi forti, la sua presenza attiva sul mercato, la diversificazione delle divisioni e l’esposizione geografica bilanciata da un equilibrio unico tra una forte generazione di cassa – attraverso F&L – e la ciclicità – attraverso l’esposizione al turismo e viaggio al dettaglio – che continueranno ad attrarre gli investitori nel 2021. Con l’acquisizione di Tiffany completata, Bofa stima un **aumento dell’EPS del 5%**, non ancora nei numeri di consenso, un **incremento del 7% dei ricavi** del gruppo e del **6% dell’EBIT**. Inoltre, la capacità di LVMH di far crescere il marchio, in termini di ricavi e margine nel medio termine, aggiunge altre aspettative ad un livello azionario già molto attraente. Gli analisti si attendono un rialzo sul margine lordo e sull’EBIT di Tiffany rispettivamente del 62,5% e 17,0%; il gruppo si concentrerà ora sul rilancio della crescita, sul rinnovamento del marchio e sull’aumento dei margini, come già successo con l’acquisizione di Bulgari - dove i margini EBIT sono ora superiori al 20%, rispetto ad un livello inferiore al 10% al momento dell’acquisizione nel 2011. È ciò di cui Tiffany ha bisogno, vista sottoperformance dell’ultimo anno rispetto ai *competitors* (Grafico 2).

Nell’analisi condotta da Bank of America su LVMH, viene confrontato il multiplo P/E di consenso a 12 mesi del gruppo francese con il multiplo implicito della media ponderata per divisione dei suoi concorrenti quotati per Vini e Alcolici (Diageo, Remy), Moda e Pelletteria (Kering, Burberry, Moncler, Prada), Profumeria e Cosmetica (L’Oreal, Estee Lauder), SR (Dufry, Ulta) e Gioielleria ed Orologeria (Richemont, Swatch, Tiffany). Usando questa metodologia, LVMH tratta in borsa a uno sconto del 10% rispetto ai suoi pari, in base al metodo di valutazione SOTP. Questo sconto, presente dal 2012, potrebbe ora appianarsi vista la forte crescita del gruppo. Gli analisti si esprimono quindi con **rating Buy** e aumentano il Target Price a **€600**, che implica un potenziale di rialzo del 19%.

Grafico 1: Confronto crescita nelle vendite e nell'Ebit del lusso negli ultimi 12 anni (Elaborazione di Citi Bank)

Figure 3. Luxury Sector – Reported sales growth vs. EBIT growth, 2008-22E

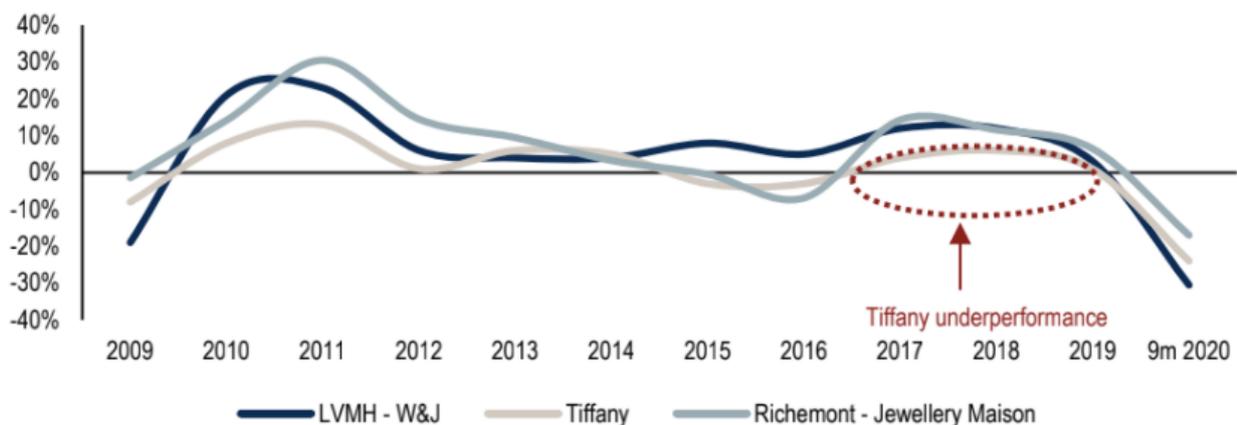


Source: Company Reports and Citi Research Estimates

Grafico 2: confronto della performance di Tiffany rispetto ai competitors (Elaborazione di BofA).

Chart 4: Tiffany has been underperforming peers ahead of COVID-19

Revenue growth yoy for Tiffany and key competitors, cFX, Dec YE

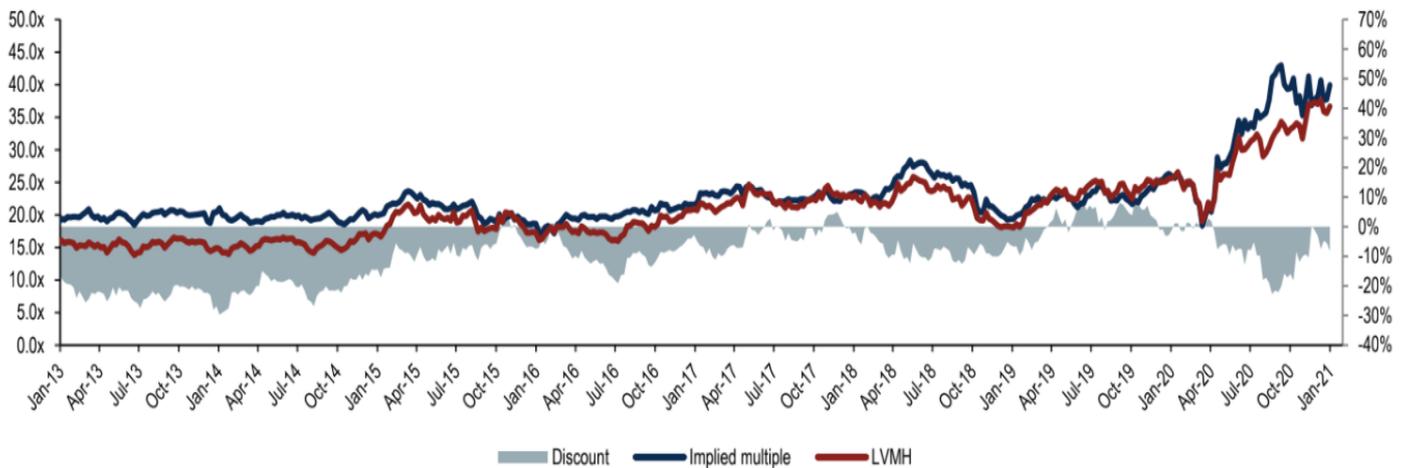


Source: BofA Global Research estimates, company report. Richemont Dec YE adjusted. Tiffany Jan YE unadjusted

Grafico 3: il P/E di LVMH non esprime appieno le valutazioni SOTP dei peers (elaborazione di BofA).

Chart 2: LVMH now trades at a 10% discount with the SOTP multiple based on peers trading multiples

LVMH 12 month forward P/E vs weighted average multiple of peers, and implied premium/(discount)



Il segmento della gioielleria oggi.

La gioielleria si è dimostrata il segmento del personal luxury goods che sta uscendo meglio dalla crisi causata dal Covid-19. Secondo il recente rapporto di Bain-Altgamma, le vendite di gioielli nel 2020 hanno registrato le perdite più contenute, pari al 15%, seconde solo alle calzature, con il 12%. Le stime sulla crescita delle vendite per il 2021 sono state alzate di 5 punti percentuali, dal 13% dello scorso novembre al 18%. Nella prima trimestrale del 2021 di LVMH, il segmento dei gioielli è cresciuto del 138% rispetto allo stesso periodo del 2020, come risultato della faticosa acquisizione di Tiffany, ovvero un 80% rispetto al 2019. Nell'ultima trimestrale di Richemont, chiusa il 30 dicembre 2020, le maison di gioielli sono cresciute del 14% a fronte di un calo del 4% delle vendite degli orologi. In base ad una ricerca di Digital Luxury Group, nel 2020 le ricerche su Google relative ai marchi Van Cleef & Arples, Chopard, Cartier, e Bulgari, sono salite rispettivamente del 60, 29, 32 e 22% rispetto al 2019. Secondo il senior Analyst di Bain Claudia D'Arpizio, questi dati non si spiegano solo considerando il fatto che i gioielli sono un bene rifugio, perché la crescita non riguarda solo l'alta gioielleria, ma anche grazie alla vicinanza che vi è tra il consumatore e il brand di lusso. Non potendo contare su collezioni stagionali e relative pubblicità, l'attività di marketing dell'azienda di lusso deve creare una forte identità della maison ed un rapporto diretto con la clientela. La gioielleria, inoltre, ha un elevato valore simbolico che da sempre la lega ai momenti più importanti della vita e fare leva su questi bisogni inconsci e innati diventa la chiave per il successo.

Parte della spesa dei *High Net Worth Individuals* – soggetti con liquidità superiore a un milione di dollari – che prima del Covid veniva destinata a viaggi o abbigliamento, è stata ora spostata proprio sui gioielli. Anche il nuovo segmento di clientela *Yolo economy* – You Only Live Once – favorisce la crescita del settore, proprio per i suoi acquisti premianti ed autoindulgenti.

Si presentano quindi tutti gli elementi propedeutici per una ripresa dei valori pre-crisi per il settore.

Capitolo VI: La conclusione dell'analisi: alcune valutazioni.

Dopo aver seguito passo-passo lo svolgimento dell'operazione ed aver analizzato il contesto, gli sviluppi di mercato e le opinioni degli esperti, ho maturato delle considerazioni sull'acquisizione di Tiffany & Co da parte di LVMH. In questo capitolo, basandomi sulle evidenze discusse nei capitoli precedenti, illustrerò il mio parere riguardo la convenienza dell'operazione per le due società, trattando i rispettivi benefici o pregiudizi.

Ritengo che l'accordo Tiffany-LVMH risolva perfettamente la necessità di rilancio del marchio Tiffany & Co e la propensione all'espansione del gruppo francese, elemento da sempre determinante per lo stesso.

Da una parte, la società statunitense, nonostante la sua fama mondiale, ha subito un declino generale nella sua desiderabilità nell'ultimo anno e mezzo che ha rischiato di minare la sua posizione nel settore della gioielleria; in particolare, le si recriminava poca originalità dal punto di vista del prodotto e una eccessiva dipendenza al mercato nordamericano. Dal canto suo, LVMH mostrava una minore incidenza nel settore della gioielleria, rischiando di lasciare il campo libero al concorrente Richemont, che primeggia nell'orologeria con il marchio di alta fascia Cartier.

Nei paragrafi successivi illustrerò nel dettaglio il mio parere in riferimento alle singole società.

La necessità di rinnovo di Tiffany e l'ascesa del titolo in borsa.

Già da inizio 2019 Tiffany & Co aveva mostrato di necessitare di investimenti per poter rimanere *appealing* nei confronti della clientela del lusso. La mancanza di innovazione nei prodotti, la clientela fortemente legata al mercato americano – sia locale che turistico –, la necessità di aggiornare i suoi negozi e di rafforzare i canali online rappresentano tutte motivazioni valide per reputare l'acquisizione da parte di LVMH un fattore di successo per il rilancio del marchio. La ripresa sotto la guida di LVMH è già ipotizzabile guardando all'esperienza del marchio di lusso Bulgari, che a partire dal 2011 ha vissuto un innalzamento della fascia di prezzo dei suoi prodotti e un aumento considerevole dei margini, in seguito all'inserimento nelle maison del gruppo francese.

A riprova delle alte potenzialità di crescita attese da una fusione con LVMH, va considerato anche l'andamento altalenante che ha avuto l'azione TIF in borsa da quando il gruppo si è interessato pubblicamente a Tiffany, nel novembre 2019. In meno di un mese, dalle prime voci sull'operazione alla conferma da parte del gruppo francese circa l'effettività dell'operazione, le azioni sono salite di quasi il **30% da 98,55 a 133 dollari**, determinando una forte rivalutazione della società. La quotazione è rimasta stabile fino a marzo 2020, quando anche il titolo TIF ha risentito del crollo generalizzato del mercato azionario, con un deprezzamento comunque non destinato a durare più di qualche giorno, in quanto il consensus era comunque fiducioso dell'interesse per l'azienda da parte di LVMH, che ne avrebbe gestito brillantemente le sorti. Nonostante LVMH si sia tenuto lontano da offrire un prezzo che rappresentasse il massimo storico TIF in borsa, pari a 139€, il valore patteggiato di 135€ è risultato ben presto anche troppo generoso. Le criticità del marchio non hanno tardato a

manifestarsi in seguito alla crisi del 2020, con vendite in drammatico calo soprattutto a causa della forte riduzione del fatturato proveniente dal flusso turistico nel mercato statunitense. Quando Arnault ha deciso di sfruttare queste problematiche per ottenere una rinegoziazione del titolo prima a giugno e poi ancora a settembre, ne è derivato un pericolo per le prospettive di rilancio del marchio e la società ha perso per la prima volta quotazioni significative, rischiando di tornare ai valori pre deal. Con la pubblicazione del prezzo definitivo il 29 ottobre 2020, le acque si sono calmate e le azioni di Tiffany & Co. sono tornate ai livelli precedenti, chiudendo la sessione a **130,81 dollari**, con un aumento di **oltre il 6%** rispetto al 26 ottobre, quando ancora la rinegoziazione dei termini era solo una voce di corridoio. È seguito un veloce allineamento tra il prezzo corrente di Tiffany e il prezzo contrattato ed ottenuto da LVMH, che ha permesso all'azione Tiffany di ritornare ai livelli pre-pandemia, rimasti poi stabili fino alla conclusione dell'operazione (Grafico 1).

Ritengo che il prezzo finale di acquisto abbia permesso all'azienda americana di riottenere una congrua remunerazione; anche se il prezzo pattuito è inferiore al valore massimo storico di 139,5, la valutazione di 16 miliardi di dollari presenta uno scarto di solo il 6% rispetto al valore derivante dalla sua capitalizzazione massima (Grafico 2). Si può quindi affermare che l'interessamento di LVMH abbia permesso una migliore valorizzazione dell'azienda rispetto a quella all'ora corrente sul mercato, restituendole le prospettive di crescita che, sotto la guida giusta, è in grado di ottenere, e che si sono riversate sulla crescita esponenziale sperimentate sul mercato a partire da fine ottobre.

Grafico 1: Azione TIF in borsa dal periodo pre deal fino a chiusura (Dati di investing.com)

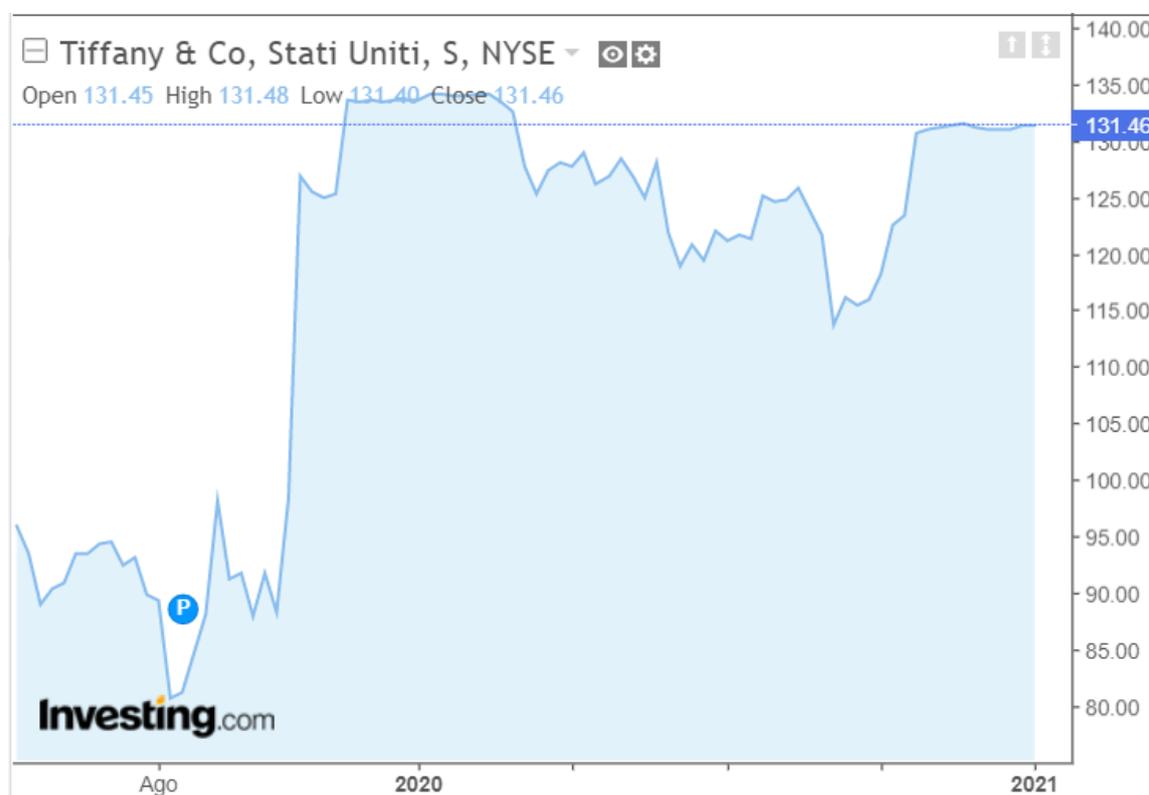
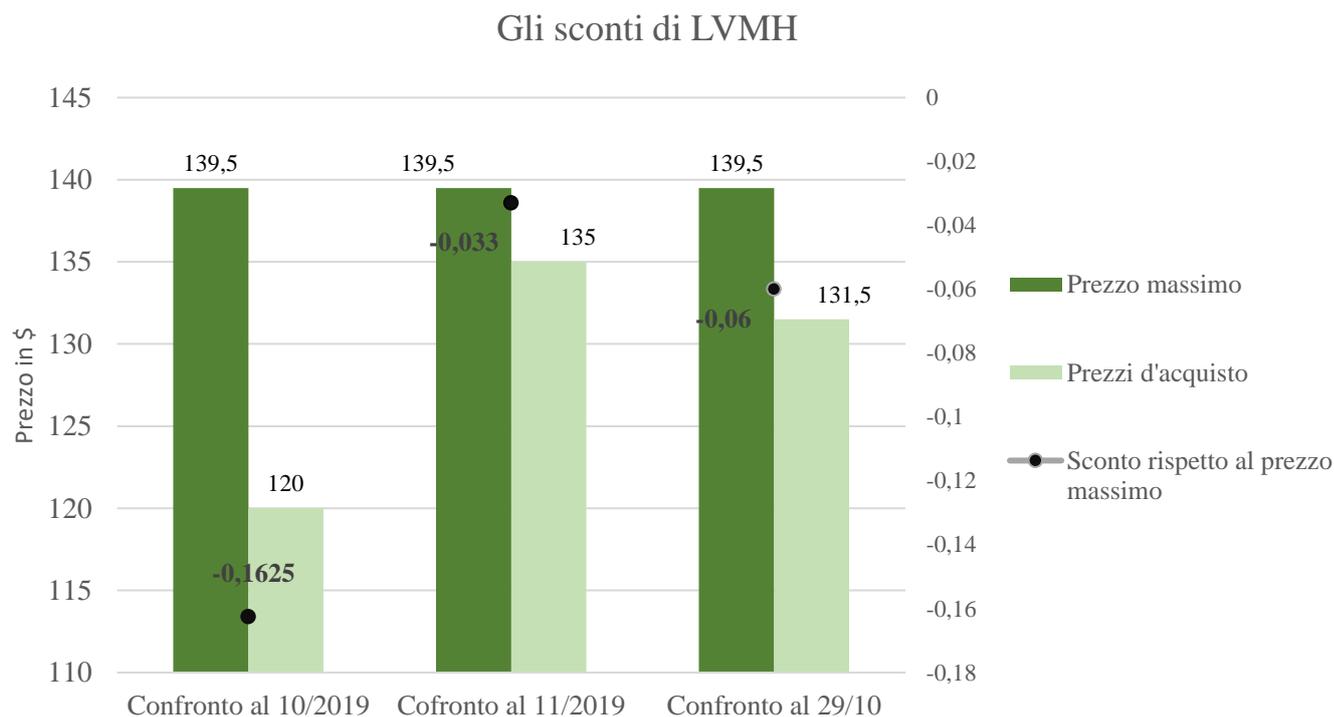


Grafico 2: Confronto prezzo massimo storico vs prezzi proposti (mia elaborazione dei dati pubblici).



Le mie considerazioni su LVMH.

La vincente strategia aggressiva di Arnault.

Pur di assicurarsi la casa di gioielli americana a prezzi ritenuti congrui, Bernard Arnault ha messo in atto ogni strategia possibile. La sua ostinazione, soprattutto dopo la lettera da parte del governo, ha comportato un rischio reputazionale per LVMH non di poco conto, che ha fatto dubitare il mercato della parola e della moralità del suo leader. Di conseguenza, quello che era partito come un accordo conveniente per entrambe le società, è diventato un braccio di ferro, tanto che Tiffany si è ritrovata a depositare una querela pur di far valere il patto sancito.

Con la nuova ed ultima negoziazione di fine ottobre, però, si è dimostrato come Tiffany confidasse nel nuovo comando da parte di LVMH, tanto da passare sopra una controversia in tribunale. Dal canto suo Arnault, denominato il *lupo del cachemire*, si è confermato un imprenditore determinato e risoluto nella sua strategia di acquisizione, atteggiamento che l'ha portato ad ottenere quanto desiderava al più basso prezzo possibile. È questo suo modo di fare senza scrupoli che ha garantito la crescita senza eguali del gruppo di beni di lusso, permettendo la creazione dell'impero che conosciamo oggi e di cui Tiffany rappresenta un ulteriore elemento di consolidamento sul mercato.

Come l'acquisizione ha contribuito al raggiungimento dei massimi in borsa di LVMH.

Dalla fine del 2019, LVMH ha subito in borsa un'ascesa eccezionale (Grafico 1), quasi raddoppiando la sua quotazione che è passata in meno di due anni **da un valore di 390€ per azioni ai 650€ circa di oggi**. Questa crescita senza precedenti è ricollegabile, a mio avviso, più fattori:

- 1) L'ottenimento di risultati da record;
- 2) La resilienza unica e da esempio dimostrata nel periodo durante e post Covid;
- 3) Il boom delle vendite della divisione moda e pelletteria dell'ultimo anno;
- 4) La serie di acquisizioni messe in atto per espandere la già vasta attività del gruppo, di cui Tiffany ne ha rappresentato una parte significativa. Dopo il gioielliere americano infatti, Arnault ha portato avanti le acquisizioni di Birkenstock, JOTT – marchio francese famoso per i suoi piumini leggeri – e l'e-tailer indonesiano del beauty Social Bella, che hanno contribuito ad incrementare l'attrattiva del gruppo per gli investitori.

Per quanto riguarda i risultati raggiunti da LVMH, già il **2019 ha rappresentato un anno da record** – rispetto ad un 2018 comunque soddisfacente – con oltre 53 miliardi di euro di ricavi, un giro d'affari in crescita del 15%, profitti da operazioni ricorrenti aumentati anch'essi del 15% e una maggiorazione del 13% sull'utile netto, per 7,17 miliardi di euro. Nonostante l'inciampo del primo trimestre 2020, dovuto alla situazione di crisi sanitaria a livello mondiale, LVMH si è presto ripreso, con un terzo trimestre migliore delle aspettative del mercato, aumentando le vendite e cogliendo anche l'occasione per implementare l'utilizzo del canale online, fino ad allora poco sviluppato. In questo periodo il fatturato è calato solo del 7% annuo a perimetro costante a 11,96 miliardi di euro, performance che segna un deciso miglioramento se si considera la contrazione complessiva del 21% annuo da inizio 2020 a fine settembre. A rafforzare la sua posizione di leader nelle vendite del lusso, ha contribuito ancora il primo trimestre del 2021, nel quale il gruppo ha raddoppiato le previsioni degli analisti, con il decollo della divisione *Fashion & Leather Goods* a +52% a cambi costanti rispetto al 2020, contro il +27% atteso dal consensus. Si tratta di un risultato superiore anche ai dati da primato del primo semestre 2019, con uno scarto del 37%. Ancora una volta elementi determinanti sono stati i marchi LV e Dior ed i mercati USA e Cina.

Nonostante le performance strabilianti, ritengo che l'acquisizione del marchio americano abbia contribuito a rafforzare le potenzialità di crescita del gruppo e quindi la sua attrattiva sul mercato. Se valutiamo l'andamento di borsa nel 2020 fino a settembre, legato quindi ai risultati durante la crisi e alla resilienza mostrata dal gruppo in estate, l'azione presenta le tipiche oscillazioni di mercato, con momenti di massima e successivi ribassi (Grafico 1). Il vero slancio sul prezzo, che ha iniziato la crescita inarrestabile tutt'ora in atto, si nota a partire dall'ufficializzazione dell'acquisizione a fine ottobre 2020, che ha portato **in meno di un mese il prezzo da 405 a 450€**. Da qui l'ascesa non si è più arrestata e fino alla chiusura definitiva dell'affare a inizio gennaio l'azione francese è cresciuta del 30%, stabilendosi sui 510€. Sebbene non siano comunque mancati dei leggeri ribassi nella seconda e terza settimana di gennaio, in seguito alle incertezze sui costi ingenti

necessari per finalizzare l'acquisto ed il rilancio del marchio TIF, l'azione è tornata a salire già da fine gennaio, chiudendo il mese a **530€**.

Ritengo quindi che l'incremento dell'azione in borsa sia fortemente collegato all'entrata di Tiffany & Co tra i marchi del gruppo. Nonostante gli investimenti richiesti per favorire la ripresa e l'innovazione dell'azienda statunitense siano ingenti e abbiano destato perplessità, a mio avviso questi non solo sono controbilanciabili con gli incredibili guadagni del gruppo, ma prospettano un'ulteriore espansione dello stesso, che renderà LVMH ancora più appetibile per gli investitori, in un circolo di continua crescita.

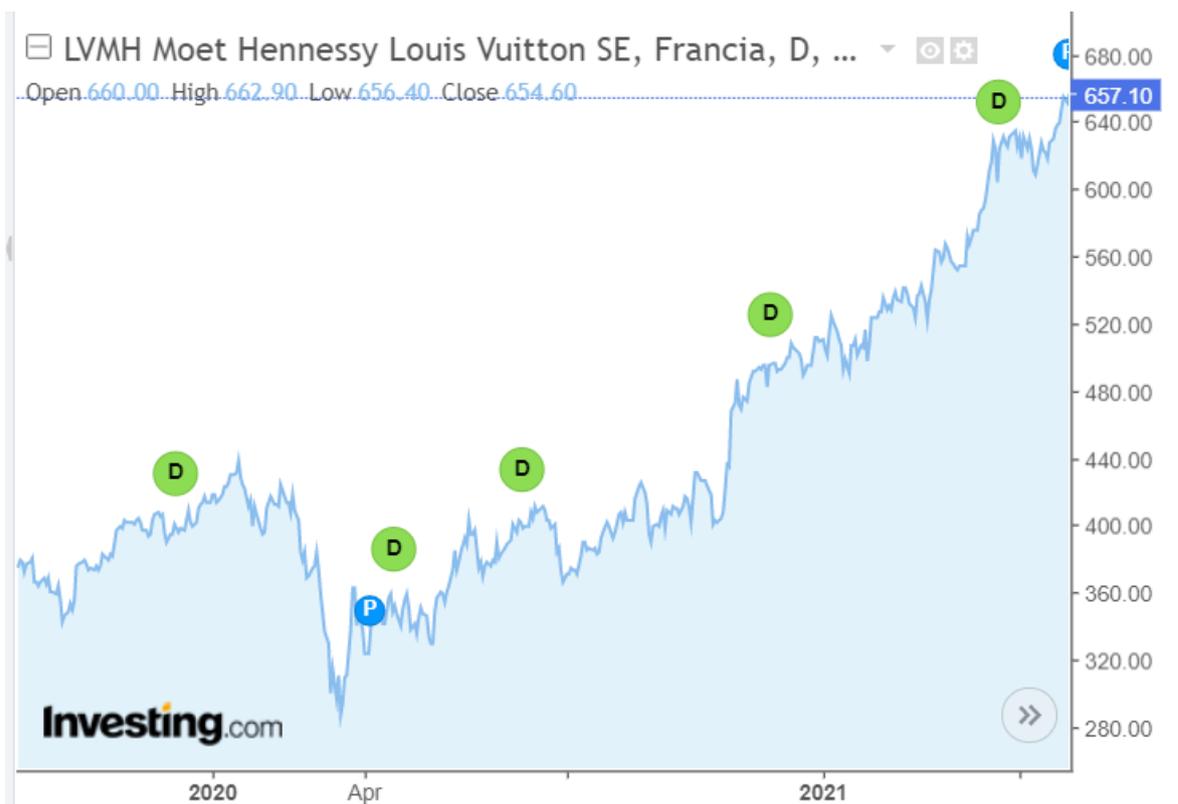
A favorire queste attese contribuisce la resilienza del settore gioielleria, che ha registrato una performance superiore a quella degli altri prodotti di lusso per tutto il periodo di piena pandemia di coronavirus. Secondo le già citate stime di *Bain & Company*, le vendite globali di gioielli hanno evidenziato una contrazione solo del 15% nel 2020, contro la flessione di oltre il doppio di tale percentuale osservata a livello del segmento degli orologi e dell'abbigliamento. Questo fenomeno pone in prospettiva una miglior ripresa post Covid per un marchio esclusivamente di gioielli, come Tiffany, piuttosto che per il *competitor* Cartier, molto più esperto negli orologi; il risultato è un avvantaggiamento per LVMH nei confronti del suo maggiore avversario. Inoltre, tale fattore potrebbe compensare la stessa sottoperformance di Bulgari nell'ultimo periodo, dovuto in parte alla sovraesposizione al settore degli orologi ed altri accessori meno trainanti. Inoltre, prima dell'acquisizione, all'interno di LVMH la divisione orologi e gioielli rappresentava l'8% dei ricavi del gruppo e il 7% dell'EBIT del gruppo, con solo cinque case, tra cui Bulgari, TAG Heuer e Hublot le più importanti in termini di dimensioni. Ora che LVMH ha completato l'acquisizione di Tiffany, **la divisione W&J diventerà il secondo più importante contributo agli utili.**

Anche i mercati geografici di riferimento per il settore vengono modificati dall'acquisizione: mentre in precedenza le entrate della divisione erano sovraesposte all'Asia e al Giappone – rispettivamente il 38% e 12% delle entrate della divisione – e sottoesposte agli Stati Uniti, l'entrata di Tiffany darà un maggior impulso a quest'ultima area. Questo cambiamento è positivo sotto più punti di vista. Da un lato Tiffany – quindi LVMH – potrebbe beneficiare della ripresa che sta interessando il Nordamerica, compensando la situazione svantaggiata in Europa, che è rimasta indietro a causa delle restrizioni rimaste in atto fino in primavera. Inoltre, la nuova esposizione nel mercato statunitense potrebbe portare il gruppo ad investire nella distribuzione e nel marketing anche per altre maison, come ad esempio Bulgari. La ripresa dell'Europa è comunque un evento atteso per l'estate e la scarsa presenza nell'area da parte del gioielliere americano – soltanto un sesto dei negozi fisici è situato in Europa – rappresenta un ulteriore aspetto che può essere implementato da LVMH. Infine, la solida domanda osservata nella Cina Continentale, suggerisce che il brand ha ancora un grande potenziale di crescita in Asia, uno dei fattori trainanti l'interessamento di LVMH.

In conclusione, le motivazioni per cui l'acquisizione rappresenta un elemento di forte slancio per LVMH sono a mio avviso numerose e molte ancora da individuare. Il conglomerato di beni di lusso ha creato la sua fama

e successivamente consolidato la sua posizione di leader del settore proprio grazie alla serie di acquisizioni infallibili che è riuscito a portare a termine e ritengo che Tiffany & Co rientri a pieno in questo piano.

Grafico 1: LVMH e la quotazione da record, periodo novembre 2019 - giugno 2021 (Grafico di investing.com)



Bibliografia

- Bain & Co. (Novembre 2019). *Personal luxury goods market grew by 4% in 2019 to reach 281€ billion.*
- Bain & Company. (2018). *Luxury Goods Worldwide Market Study.*
- Bank of America . (Dicembre 2019). *Everything you should know about the Tiffany deal.*
- Bank of America. (2020). *LVMH: The best of the best.*
- Bloomberg.com. (2020). *LVMH's Arnault Leaned On Government to Exit Tiffany Deal.*
- Bulgari. (2021). *Bulgari.com/history.*
- Cdp, EY, Luiss Business School. (Luglio 2020). *Settore moda e Covid-19, scenario, impatti e prospettive.*
- China Renaissance. (Novembre 2019). *First take LVMH to acquire Tiffany at US \$16.2bn.*
- China Renaissance, Flash comments. (2019). *First take: LVMH to acquire Tiffany at US.*
- Citi Bank. (2021). *Research: Luxury Goods Sector – Brand Heat Tracker.*
- CNBC. (2020, Giugno). *Tiffany says same-store sales fell 44%.*
- CNBC, L. T. (2019). *Tiffany revenues falls.* Retrieved from cnbc.com.
- Daxueconsulting. (2020). *China's Jewelry Market.*
- Deloitte. (2020). *Global Power of Luxury Goods 2020 - The Age of Fashion and luxury.*
- Deutsche Bank. (2020). *Research: In good and bad times, it's the market share.*
- Deutsche Bank Research. (2020). *Polarisation.*
- dfo.media. (2021). *Quota di mercato globale Gioielleria 2021.*
- Financial Times . (2020, Giugno). *LVMH 'not considering' buying Tiffany shares on open market.*
- Financial Times. (2019). *Financial Times.*
- Financial Times. (2020).
- Financial Times. (2020, ottobre 29). *LVMH agrees to buy Tiffany at slightly lower price.*
- Financial Times. (2020, ottobre 27). *LVMH and Tiffany in talks to cut price of \$16.6bn deal.*
- Financial Times. (2020, Settembre 9). *LVMH says it cannot complete Tiffany takeover after French intervention.*
- Financial Times. (2020, Giugno 9). *Tiffany dents LVMH hopes to recut \$16.5bn deal.*
- Fortune Business Insights. (2020). *Market Research Report: Jewelry Market Size, Share and COVID-19 Analysis.*
- Giulia Cimpanelli, A. (2020). *Da LVMH a Kering: a chi appartengono le maison di moda.*
- Global Web Index. (2019). *The luxury market in 2019: what brands should know.*
- Goldman Sachs. (2020). *Equity Research LVMH.*
- Harpersbazaar, C. L. (2020). *La straordinaria storia di Tiffany & Co. harpersbazaar.com.*

ilsole24ore. (2019, Novembre). Perché l'operazione Tiffany sarà l'ennesimo trofeo di Lvmh. *ilsole24ore*.

Intesa.it (Gruppo IBM). (2018). *La rivoluzione della digitalizzazione nei settori Fashion and Luxury*.

Investing.com. (2021). <https://it.investing.com/equities/l.v.m.h.-chart>.

Investopro.com. (2020, Giugno). *Tiffany, il titolo affonda dopo i rumors sul possibile idetrofront di LVMH*.

J. P. Morgan. (2020). *LVMH: There was no miracle*.

Kepler Cheuvreux. (2020). *Equity Research: LVMH*.

LVMH . (2020, Giugno). *INTERIM FINANCIAL REPORT*.

LVMH. (2020). Retrieved from www.lvmh.it.

LVMH. (2020, 28 gennaio). *Record Results for LVMH in 2019*.

LVMH. (2021). *LVMH completes the acquisition of Tiffany & Co*.

McKinsey. (2014). *The jewelry industry in 2020*.

McKinsey. (2020). *The State of Fashion 2021: In search of promise in perilous times*.

medium.com. (2018). Tiffany in the Sky with Diamonds: An analysis of the luxury jeweler.

Pambianconews. (2019). Lvmh fa colazione con Tiffany. L'obiettivo è rafforzarsi in un segmento da 20 miliardi.

Pambianconews.com. (2020). Tiffany, raddoppiata l'incidenza dell'online.

PambiancoNews.com. (2021, Gennaio 28). *In picchiata il valore dei marchi del lusso*. .

Reuters. (2020, Giugno 5). LVMH refrains from renegotiating Tiffany deal, sources say.

Reuters.com. (2020, Marzo). *LVMH says will not buy Tiffany shares on open market*.

Reuters.com. (2020). *LVMH, Tiffany agree on lower price in \$16 billion takeover deal, sources say*.

Richemont. (2019). *AnnualReport*.

Tiffany & Co. (2021). <https://www.tiffany.it/world-of-tiffany/the-world-of-tiffany-timeline/>.

Tiffany & Co Financial Report. (2020, Aprile).

Tiffany & Co. (2021). <https://www.tiffany.it/sustainability/>.

Tiffany.com. (2020). *Corporate Information FY2019*.

UBS. (2020, Giugno 2). *Global Research: LVMH may be reconsidering the Tiffany deal*.

UBS. (2020). *LVMH Global Research*.

UBS, Global Research. (2019). *Conference call feedback: Tiffany to reach its full potential without market scrutiny*.

Wikipedia. (2021). *2020 stock market crash*.

Riassunto

L'acquisizione di Tiffany & Co da parte di LVMH con particolare riguardo all'impatto sulle valutazioni di borsa delle due società.

Il mio elaborato finale ripercorre tutte le tappe dell'acquisizione del gioielliere americano Tiffany & Co da parte del gruppo del lusso francese LVMH, focalizzandosi in particolare sulle variazioni di valore delle azioni in borsa e quindi delle società stesse, in relazione alle varie fasi di sviluppo dell'operazione. Lo scoppio della pandemia di Covid-19 ha comportato diversi cambiamenti di rotta, soprattutto per LVMH, che ha tentato di rinegoziare al ribasso il prezzo iniziale. La crisi sanitaria ed economica ha infatti messo a dura prova le vendite della società statunitense, le cui performance non erano soddisfacenti già da un anno, costituendo un buon pretesto per richiedere una revisione dei termini da parte del gruppo francese.

Lo scopo del focus sull'andamento di borsa risiede nel ricercare nelle oscillazioni delle quotazioni la spiegazione o anche la causa di determinati eventi reali. Alla fine dell'elaborato, riporto alcune mie considerazioni sull'operazione, basandomi sulla conoscenza approfondita degli eventi precedentemente discussi e delle ipotesi diffuse tra gli analisti finanziari, che ho avuto modo di ricercare, analizzare e comprendere. In particolare, mi soffermerò sul dimostrare come l'ascesa del titolo in borsa che ha visto come protagonista LVMH sia in parte da ricollegare proprio all'acquisizione del gioielliere americano.

La vicenda è trattata in maniera dettagliata, grazie a fonti come il Financial Times o l'agenzia di stampa Reuters e con riguardo alle valutazioni dei titoli e ai pareri del momento degli analisti finanziari delle principali banche d'affari, tra le quali cito Bank of America, UBS, Goldman Sachs.

Il posizionamento nel settore del lusso e i motivi dell'interessamento di LVMH.

LVMH e Tiffany & Co sono due società operanti nel mercato dei beni di lusso a riconoscibilità mondiale. Mentre LVMH è un gruppo che riunisce in sé più di 70 maison riconducibili a diversi settori – abbigliamento e pelletteria, gioielleria ed orologeria, cosmetica e profumeria, distribuzione selettiva, vini ed alcolici e servizi di lusso – Tiffany si occupa esclusivamente di gioielleria. LVMH oggi detiene più del **20% del mercato del lusso** e ha consolidato nel tempo la sua posizione di **leader mondiale dei beni di alta fascia** grazie alla politica aggressiva di acquisizioni messa in atto dall'ex CEO Bernard Arnault, ora possessore del 47% delle azioni del gruppo francese. I principali competitor di LVMH sono i conglomerati Richemont e Kering, tutti e tre operanti nell'industria dell'abbigliamento, gioielleria ed orologeria di lusso, ma anche nelle altre attività di intrattenimento e viaggio di alta fascia. Questi detengono molteplici marchi in diretta competizione con le maison di LVMH. Ad esempio, Cartier (Richemont) compete nel settore gioielleria ed orologeria con i marchi Bulgari e da poco Tiffany; Gucci e Yves Saint Laurent (Kering) competono nelle divisioni di abbigliamento, accessori e profumeria e cosmetica con Louis Vuitton, Fendi, Dior e molti altri. Anche le aziende indipendenti Hermes e Chanel sono ottimi avversari del colosso francese nel settore lusso; l'indipendente Rolex rivendica il primato di miglior marchio di orologeria. Le divisioni che più contribuiscono al fatturato del gruppo sono

Moda e Pelletteria per il 41%, la Vendita Selettiva – con Sephora – per il 28%, seguito dal 13 e il 10% rispettivamente di Profumeria e Cosmetica e Vini e Alcolici; meno impattante è il contributo dell’Orologeria e gioielleria, con l’8% e dell’Esperienza di lusso con meno dell’1%. Considerando le singole maison, Louis Vuitton rimane al momento il marchio con il più alto valore di mercato, le cui stime mostrano un valore pari a circa a **52 miliardi di dollari**.

Tiffany è un gioielliere che fonda la sua fama nell’alta qualità di tutto il processo di approvvigionamento e lavorazione di diamanti e metalli preziosi, da sempre simbolo di eleganza e prestigio. Nel segmento della gioielleria ed orologeria, tre sono da sempre i marchi trainanti: Cartier (Richemont), Bulgari (LVMH) e Tiffany & Co. Il numero uno è da più di 10 anni Cartier, appartenente al gruppo svizzero Richemont, che detiene circa il 15% del segmento, grazie soprattutto alla rinomanza degli orologi, in cui Tiffany è da sempre poco competitiva. Negli ultimi cinque anni l’azienda statunitense ha sottoperformato rispetto ai competitors, a causa di diversi fattori. Da un lato, la situazione di svantaggio è attribuibile ad una debole innovazione dei prodotti, dall’altra ad una mancata opportunità di crescita a causa della minore esposizione al mercato cinese, che è invece maggiore nelle altre due maison. Anche la presenza nel mercato europeo si è dimostrata negativa a partire dal 2015, mentre l’eccessiva esposizione nel mercato statunitense, pari al 44% delle vendite totali nel 2019, si è rivelata un fattore di debolezza, soprattutto a confronto con i più internazionali marchi rivali. Queste situazioni sfavorevoli hanno contribuito al sorpasso del marchio statunitense sul mercato da parte di altri colossi internazionali, come il conglomerato Chow Tai Fook con sede a Hong Kong, che fa leva su una clientela asiatica più ampia e si muove in un mercato il cui valore nel 2019 ha raggiunto il suo picco maggiore, pari a 130 miliardi di dollari.

I motivi che hanno portato Bernard Arnault ad acquisire il gioielliere americano sono molteplici e in parte risiedono nelle sinergie che il colosso francese si attende di ottenere dall’unione delle due società e nelle strategie che si impegnerà a mettere in atto per rilanciare il marchio.

A mio avviso le principali motivazioni risiedono nei seguenti sei punti:

- 1) Consolidamento di LVMH nel settore della gioielleria: l’acquisizione di Tiffany permette di guadagnare terreno nei confronti dei competitors, soprattutto Cartier, e significa più che raddoppiare le entrate della divisione gioielli.
- 2) Espansione del gruppo presso il mercato statunitense e giapponese: Tiffany si caratterizza per la sovraesposizione al mercato nordamericano – con il 43% delle vendite, rispetto al 24% di LVMH e al 18% di Richemont – ed una maggior presenza nel mercato giapponese, con il 15% delle vendite contro il 7% di LVMH e l’8% di Richemont.
- 3) **Possibilità di crescita attesa per Tiffany & Co:** LVMH mira a elevare l’immagine del marchio, lanciando nuove categorie di prodotti di fascia elevata come gli orologi, ma anche a favorire l’espansione in Europa, in cui sono presenti solo 1/6 degli store fisici di Tiffany.

- 4) **Puntare ai nuovi ricchi asiatici:** LVMH ha intenzione di sfruttare i prodotti di fascia bassa di Tiffany, per avvicinare la nuova categoria di giovani benestanti che sta prendendo piede in Cina e che ha rappresentato il 90% della crescita costante del mercato dei gioielli nel 2019.
- 5) **Tiffany è un marchio complementare rispetto alle altre maison della gioielleria di LVMH:** rispetto a Bulgari, Tiffany è stato in grado di estendersi a categorie di prodotto (linee per uomini, accessori per la casa) e di prezzi molto diversi fra loro, attirando più tipologie di clienti.
- 6) **Espansione della divisione del lusso esperienziale:** sia Tiffany che LVMH hanno aperto dei caffè brandizzati allo scopo di offrire alla loro clientela delle esperienze di lusso che possano avvicinare il cliente al marchio e potenziare la percezione dello stesso. La fusione delle due società assicurerebbe un rafforzamento del fenomeno della boutique experience per LVMH.

L'annuncio dell'operazione e la crisi da Covid-19

A inizio ottobre 2019 Bernard Arnault ha contattato Tiffany & Co per proporre un'acquisizione del 100% della società per **14,5 miliardi di dollari** in contanti, ovvero per **120 dollari ad azioni**, con un premio del 30% circa sul prezzo delle stesse a inizio mese. Tale importo risultava al di sotto del massimo di chiusura di 139,50 dollari, ottenuto da Tiffany nel luglio del 2018. Da quell'estate, però, Tiffany era stata colpita da diversi eventi negativi: una minore spesa turistica, l'aumento del potere del dollaro e una guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. Nelle prime contrattazioni del 28 Ottobre – il lunedì successivo alla diffusione della notizia – con la conferma da parte di LVMH dell'operazione, le azioni di Tiffany salirono del **29,9%**, da 98,55 di venerdì sera a **127,99 dollari**, il livello più alto degli ultimi 14 mesi, in quanto gli investitori si aspettavano un'offerta ancora più elevata. Un mese più tardi, martedì 25 Novembre 2019, il leader mondiale nei prodotti di lusso annunciò ufficialmente di aver raggiunto, il giorno precedente, un accordo definitivo per comprare Tiffany & Co, operazione votata a stragrande maggioranza dagli azionisti della stessa. Secondo tale accordo, LVMH offriva **135 dollari per azione**, con un valore azionario di **16,2 miliardi di dollari** - 14,7 miliardi di euro – ovvero 16,6\$ mln considerando il debito netto di 350\$ milioni. La settimana prima, il gruppo francese aveva aumentato la sua offerta a 130 dollari per azioni, ottenendo l'accesso ai libri contabili di Tiffany per condurre la *due diligence*. Tale mossa risultò centrale per cambiare l'andamento delle trattative. Il valore delle azioni di Tiffany aveva intanto chiuso il venerdì precedente a **125,51 dollari**: il prezzo di acquisto si traduceva in un valore azionario di 16,2 miliardi di dollari che rappresentava un premio di circa il 37% rispetto ai 98,55 dollari dell'ultimo giorno di chiusura delle negoziazioni, prima che l'operazione divenisse pubblica. La chiusura dell'operazione era allora prevista per la metà del 2020, in base al ricevimento delle approvazioni normative e alla soddisfazione o rinuncia di altre condizioni di chiusura tipiche. Era l'inizio della maggior acquisizione mai effettuata da LVMH, superiore anche all'operazione per rilevare Bulgari nel 2011, per un totale di 4,3 miliardi di euro.

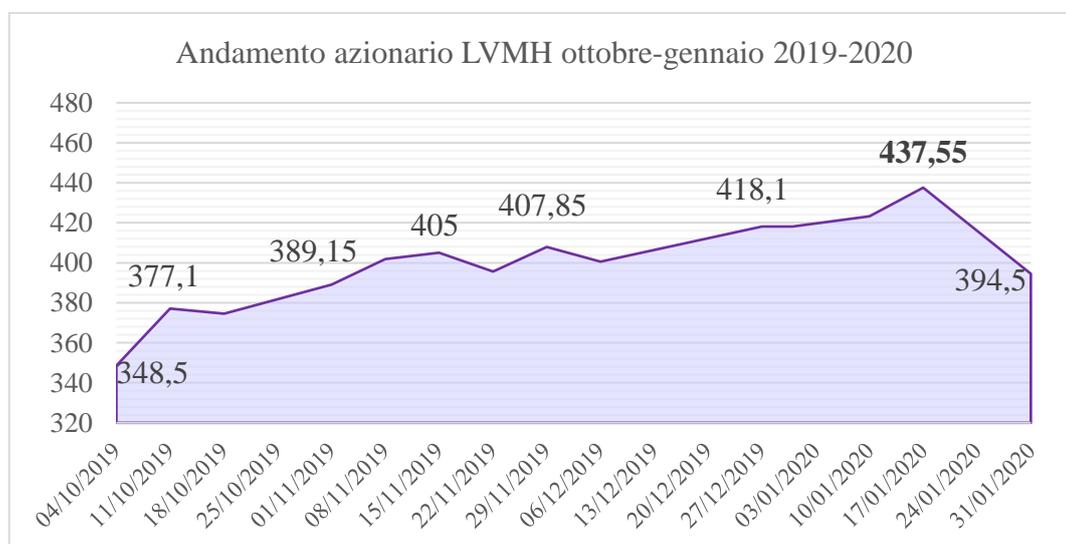
Appena il deal è stato reso ufficiale dalle due case del lusso, numerosi analisti finanziari hanno espresso la loro opinione sull'operazione. Largamente accordato era il riconoscimento da parte della collettività degli esperti del grande potenziale dell'acquisizione del marchio statunitense, per cui si prevedeva la creazione di

ottime sinergie che avrebbero portato al potenziamento del colosso francese, nonché al rilancio di Tiffany stessa. I prezzi obiettivo di LVMH nei successivi 12 mesi erano in quel periodo stimati dal *consensus* intorno ai 455€ per azione, rispetto ai 396 del 25 novembre 2019. In particolare, UBS stimava un apprezzamento post acquisizione dell'EPS del gruppo pari al 5% e si attendeva un rendimento dell'operazione tra il 6% e il 4%, per un tasso di interesse sul finanziamento ottenuto da LVMH tra lo 0 e il 2%.

Due settimane dopo l'annuncio dell'acquisizione, la maison statunitense di gioielli ha presentato un terzo trimestre alquanto deludente, con utili e ricavi lontani dalle aspettative degli analisti. A determinare tali risultati, ha contribuito il declino del mercato a Hong Kong. In linea generale, la **performance di Tiffany nel 2019 è stata piuttosto debole**, considerando l'incremento complessivo del 9% del settore dei gioielli in quell'anno. Nonostante ciò, la stima del fair value, da parte del mercato e sulla base di tali risultati, era comunque di 135\$ anche all'inizio del 2020, riflettendo il prezzo di acquisto che LVMH aveva accettato di pagare. L'interessamento del gruppo francese aveva decisamente giocato un ruolo centrale nel mantenere alte le aspettative per la società statunitense, che al contrario non stava passando un periodo florido.

Al contrario, LVMH aveva mostrato a fine 2019 una performance molto positiva, caratterizzata dalla crescita di tutte le divisioni. Analizzando il grafico sull'andamento azionario di LVMH (Grafico 1), si osserva la seguente situazione relativa al periodo di chiusura del 2019. Dal 4 ottobre del 2019, giorno in cui Arnault ha espresso per la prima volta il suo interesse per TIF, il prezzo del titolo ha visto un'impennata, aumentando del **28,5% in meno di una settimana**, ovvero da 348,5€ a 377€. La crescita ha poi preso dei ritmi più sostenuti continuando la sua salita fino ad arrivare 407€ - valore più alto fino a quel momento del 2019 – a fine novembre, a cui è seguito un breve calo di una settimana, per poi tornare a crescere registrando i nuovi record dell'anno. Alla fine del 2020, il prezzo era di **418,6 €**, registrando il prezzo più alto degli ultimi 5 anni, con un **aumento di più del 20% in 3 mesi**. Ancora a inizio 2020, le aspettative erano buone ed il valore del titolo continuava la sua crescita, che successivamente ha dovuto scontrarsi con l'avvento della pandemia.

Grafico 1 (Elaborazione personale in base ai dati di investing.com)



A partire da dicembre 2019 si diffuse nella città cinese di Wuhan l'epidemia di Coronavirus, che interessò dapprima la regione e la nazione, per poi diffondersi nel giro di due mesi al resto del mondo. Da metà gennaio, la situazione si riversò sull'economia reale, sui mercati finanziari e sui trasporti a livello globale. A risentire fortemente della situazione fu soprattutto il mercato del lusso, in quanto già da dicembre la chiusura della Cina aveva comportato l'arresto degli acquisti della categoria più significativa per il settore – da soli rappresentano ben **un terzo** degli acquisti a livello mondiale – sia nel mercato interno che oltreoceano. Gli investitori del settore, che prima dell'epidemia scambiavano i titoli a valutazioni mai viste in un decennio, iniziavano a preoccuparsi. Da metà gennaio, tutte le borse hanno registrato la prima brusca perdita di valore: nel mercato del lusso, a fine gennaio, le azioni di LVMH sono scese del 4%, quelle di Kering dell'8% e Burberry del 9%. Una situazione di perplessità regnò tuttavia fino ai primi lock-down dichiarati, in quanto non si era certi riguardo le conseguenze effettive sulla realtà economica e finanziaria del Coronavirus. Ciò ha portato nei mesi successivi ad aspettative incerte da parte dei governi e delle istituzioni sanitarie, con conseguenti andamenti altalenanti del mercato. **Il crollo del mercato azionario**, in seguito alla crisi indotta dal diffondersi del Coronavirus, **è iniziato il 20 febbraio e si è concluso il 7 aprile**. Il 12 febbraio il *Dow Jones Industrial Average*, il *NASDAQ Composite* e l'*S&P 500* hanno tutti chiuso con i maggior risultati mai visti - qualcuno ha anche continuato fino al 19 febbraio - ma dal 24 al 28 febbraio, i mercati azionari mondiali hanno subito il calo più intenso dalla crisi finanziaria del 2008. Il 9 marzo 2019 la maggior parte dei mercati globali ha riportato pesanti contrazioni: questo giorno è noto come il **Black Monday**. Tre giorni dopo si è verificato un ulteriore calo, il **Giovedì Nero**, nel quale i *titoli azionari europei e nordamericani sono caduti di oltre il 9%*. Con riguardo all'andamento del titolo di LVMH, la quotazione in borsa ha seguito le stesse ripercussioni vissute dal mercato del lusso in generale, ad eccezione di una *miglior resilienza* mostrata nel periodo di lock-down di marzo, in cui si è tenuto sopra di 10 punti percentuali.

L'azione di Tiffany invece è riuscita a mantenere dei buoni giudizi in borsa grazie alla garanzia assicurata dagli interessamenti del colosso francese. Nonostante il calo repentino ed inevitabile subito il giorno del *Black Monday*, è subito tornata a valori più elevati già dal giorno seguente, riuscendo a rimanere stabile anche nel mese successivo. Dopo il crollo del prezzo nel giorno più critico, nel quale è scesa del 22% raggiungendo i \$110 per azione, è poi rimasta stabile intorno ai \$125 per azione, valore molto più elevato rispetto al prezzo a cui era valutata prima dell'annuncio dell'operazione nell'ottobre 2019.

Nel primo trimestre fiscale, conclusosi il 30 aprile, la società americana ha riscontrato una situazione fortemente negativa, dovuta alla chiusura dei negozi in tutto il mondo, alla diminuzione dei turisti in America ed anche al calo della socializzazione, che ha disincentivato l'acquisto di gioielli di lusso per l'impossibilità di sfoggiarli ad eventi o feste. I risultati finanziari mostravano un calo del fatturato **del 44%** rispetto all'anno precedente e una perdita netta di **\$64,4 milioni**, rispetto all'utile di 125 milioni di dollari del 2019. Quando all'impatto economico del Coronavirus sull'economia statunitense, si sono aggiunti a maggio i disordini sociali negli Stati Uniti in seguito all'uccisione di *George Floyd a Minneapolis*, il colosso francese ha colto l'occasione per tentare di chiedere una rinegoziazione dell'acquisizione, così da poter contrattare un prezzo

più favorevole dei \$16,2 miliardi iniziali, ritenuti non più in linea con le prospettive poco soddisfacenti di Tiffany. A tale scopo, il 2 giugno 2020 si sono riuniti a Parigi i membri del consiglio di amministrazione di LVMH per discutere della questione. In questa sede, sono stati avanzati dubbi sulla capacità di Tiffany di far fronte a tutte le scadenze finanziarie entro il completamento dell'operazione, prevista per metà 2020. Inoltre, si considerava un pericolo la presenza per l'azienda statunitense di circa 100 milioni di dollari in crediti, che prospettavano la non remota possibilità che i clienti risultassero inadempienti, visto il forte impatto del virus sull'occupazione. La riunione a Parigi si configurò agli occhi del mercato come un possibile ripensamento di tutta l'operazione: quello stesso giorno **il prezzo TIF è sceso in borsa fino ad un massimo del 13%**, chiudendo la sessione con un calo dell'8.9%, per un valore dell'azione di **117,03 dollari**. Due giorni più tardi, sebbene LVMH avesse smentito con un comunicato ufficiale l'intenzione di comprare le azioni sul mercato, a fine giornata le azioni TIF erano valutate a **\$114,15**, presentando quindi un **decremento di 200 punti base** in soli *due giorni*: è il suo secondo picco più basso dall'inizio del 2020.

Con la pubblicazione dei risultati del primo semestre, Tiffany ha annunciato un miglioramento nelle vendite, con la riapertura dell'85% dei negozi in Cina che ha permesso la ripresa nel giro d'affari già da maggio; al contempo anche l'attività di e-commerce globale è cresciuta del 114% durante il secondo trimestre rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le azioni di Tiffany sono salite alla notizia dei buoni auspici per la società e dell'impossibilità per LVMH di recedere dall'accordo in virtù delle clausole stabilite e sono state scambiate in **rialzo dell'8% a 123,95 dollari** nelle prime ore del mattino di venerdì 5 giugno. Questo rappresentava uno sconto di solo l'8% al prezzo di \$135 per azione. Le azioni LVMH erano intanto scambiate a rialzo del 3,4% a 403,3 euro (456 dollari) a Parigi, grazie alle performance non eccessivamente negative dimostrate con il primo trimestre. A fine giugno, pervenne la conferma di una intesa tra le due società.

Un mese più tardi, però, anche LVMH ha pubblicato i suoi risultati semestrali, che presentavano un utile ben al di sotto delle aspettative del mercato, sceso del 62% su base annua. Tutte le divisioni hanno mancato il profitto, con la perdita più evidente nella vendita al dettaglio selettiva e nelle divisioni Fragranze e Cosmetici ed Orologi e Gioielleria, che hanno entrambe registrato una perdita a fronte di un profitto atteso. Il consensus del mercato dichiarò di mantenersi più cauto nelle valutazioni dei trimestri a venire, viste le alte aspettative non eguagliate nel primo semestre, con un taglio dell'EPS atteso al 2021 di circa il 9%. Il prezzo in borsa di LVMH era a 360€ circa a fine luglio, dopo aver subito un calo del 12% rispetto alla fine del mese precedente, quando l'intesa con Tiffany sembrava accordata.

Dalla battaglia legale alla rinegoziazione del prezzo

Mercoledì 9 settembre il dietro front di LVMH diventò ufficiale, con la pubblicazione di un comunicato in cui il Gruppo annunciava di non poter più proseguire nell'acquisizione della società americana in seguito ad una lettera del governo francese e ad alla richiesta non ancora resa pubblica di Tiffany di posticipare i termini dell'operazione al 21 dicembre. In particolare, il CdA riferiva di essere venuto a conoscenza di una lettera del Ministro francese degli Affari Europei ed Esteri *Jean-Yves Le Drian*, che indirizzava il Gruppo a rinviare l'acquisizione di Tiffany & Co. a dopo il 6 gennaio 2021, allo scopo di sostenere gli sforzi del governo francese

contro quello americano. La lettera si riferiva alla minaccia di Donald Trump di implementare dazi doganali, entro quella data, su alcune industrie francesi, compresi i beni di lusso, in reazione all'adozione da parte della Francia di una tassa sui servizi digitali. Già in precedenza, la richiesta di posticipare l'accordo da parte di Tiffany aveva sollevato ulteriori preoccupazioni nel board capeggiato da Arnault. Per questo, nel comunicato ufficiale, il gruppo francese dichiarava di aver deciso che, nel rispetto delle necessità della nazione, nonché dei termini sanciti dell'Accordo di Fusione – che prevedeva un termine ultimo non oltre il 2020 – non poteva essere in grado di completare l'acquisizione di Tiffany & Co. Mentre il vertice di LVMH cercava di far passare la decisione presa come una scelta obbligata, dovuta all'impossibilità di ignorare la richiesta da parte del governo francese ed alla contemporanea volontà di rispettare i termini sanciti dall'accordo del 2019, Tiffany si preparava a lanciare la propria causa contro il colosso francese: era l'inizio della battaglia legale. La causa di Tiffany, depositata mercoledì 9 nello stato americano del Delaware, cercava di costringere LVMH ad onorare l'accordo originale di fusione e a finalizzare l'operazione entro il 24 novembre. La società affermava che era inequivocabilmente chiaro che il gruppo avesse fatto passare il tempo, negli ultimi cinque mesi, nel tentativo di arrivare alla data iniziale di chiusura del 24 agosto 2020 e costringere Tiffany ad accettare di ridurre il prezzo dell'operazione. LVMH veniva quindi accusato di aver usato ogni mezzo disponibile per evitare di chiudere la transazione e di aver strumentalizzato la lettera del governo francese; precedentemente aveva anche ritardato l'ottenimento delle autorizzazioni richieste dall'antitrust. La causa inoltre imputava a LVMH la violazione dell'accordo di acquisizione, non avendo informato la società statunitense immediatamente dopo aver ricevuto la lettera del governo francese.

La società francese ha prontamente respinto tali accuse, controbattendo che Tiffany ha subito un **effetto negativo materiale** nel corso degli ultimi mesi, ovvero un danno pandemico così grave da legittimare la modificata dell'offerta di LVMH. La causa indetta a sua volta da LVMH reclamava contro Tiffany di non aver seguito un corso ordinario di attività nell'ultimo periodo, in particolare nella scelta di distribuire dividendi sostanziali quando la società era in perdita e nell'incapacità di mantenere intatta e robusta l'attività e l'organizzazione della società. I risultati del primo semestre e le prospettive di Tiffany & Co. per il 2020 erano ritenute molto deludenti e significativamente inferiori a quelli di marchi comparabili del Gruppo LVMH durante quello stesso periodo. In conclusione, mancavano le condizioni necessarie per la finalizzazione dell'acquisizione e Tiffany non era in grado di soddisfarle.

L'intervento senza precedenti del governo francese nell'affare ha portato a ipotizzare che LVMH avesse in qualche modo sollecitato l'assistenza per ritardare la chiusura della transazione e che fosse stato Arnault avesse a manovrare dietro le quinte la situazione.

Il continuo flusso di notizie intorno all'accordo ha aumentato la volatilità delle azioni, specialmente per Tiffany, dal momento che l'esito di questa disputa diventava sempre meno prevedibile. Il gioielliere americano, già in fase di assesto a causa della pandemia e delle agitazioni sociali, ha subito quello stesso mercoledì 9 settembre un crollo del valore in borsa molto pronunciato, che ha visto le sue azioni **scendere del 8,4% a 111,67 dollari**, nel trading di mezzogiorno a New York. Per tutto settembre il prezzo è rimasto **stabile intorno ai 112€**: si tratta di un ribasso sentito fortemente dal mercato, in quanto ha influenzato l'intera valutazione del

mese, diversamente da quanto accadde con i crolli giornalieri di marzo e giugno, nel quale le attese del mercato sono migliorate in poco tempo, compensando il forte calo (Grafico 1).

Il mercato riponeva ancora alte aspettative sulla buona riuscita dell'accordo. Osservando il sopra citato grafico, è evidente come nonostante il crollo di inizio settembre, l'azione americana fosse destinata a riprendere il ritmo da inizio ottobre e tornare ai valori precedentemente segnati. In particolare, l'azione TIF ha ripreso a crescere ad un tasso costante per tutto ottobre, sebbene la guerriglia legale tra le due società andasse avanti. Anche gli eventi contrastanti contribuivano ad alimentare le incertezze del mercato. In un comunicato, LVMH confermava di aver sottoposto la proposta di acquisizione di Tiffany & Co. all'esame antitrust della Commissione Europea e che otto delle dieci autorizzazioni antitrust richieste erano già state ottenute. Intanto, il tribunale americano il 28 settembre fissava la data del processo per gennaio 2021: il vice-cancelliere della Corte di Chancery dello Stato del Delaware, che presiedeva la causa di Tiffany & Co. contro LVMH, stabiliva un processo di quattro giorni a partire dal 5 gennaio 2021. In quella data le azioni Tiffany tornavano stabili ai 115 dollari per azione e si preparavano ad una crescita senza precedenti.

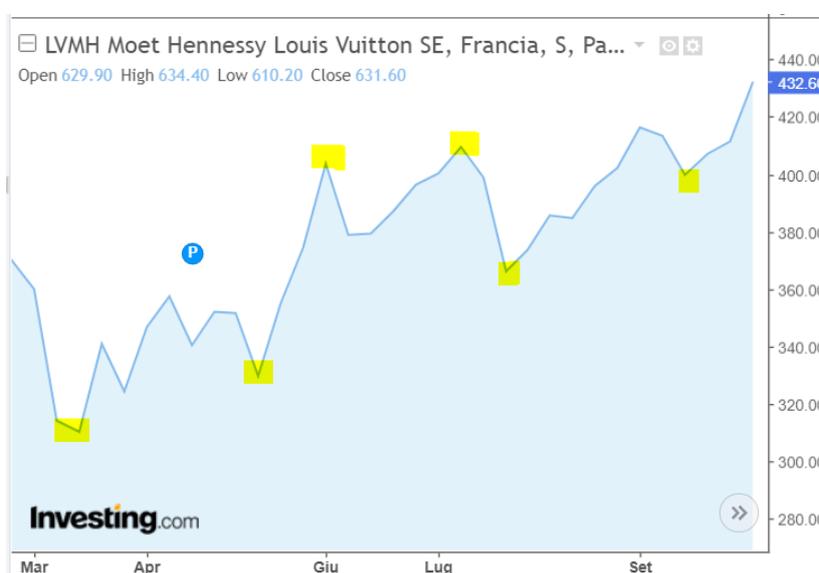
Grafico 1: confronto dei crolli di prezzo più intensi subiti dal titolo TIF nel 2020 (Grafico di Investing.com)



Dal suo canto LVMH non ha avuto le stesse oscillazioni in seguito al suo annuncio: il giovedì successivo le azioni venivano scambiate solo 0,5% in meno. Tuttavia, continuava un andamento ribassista che hanno portato le azioni a 399€ a fine settembre. L'eventuale annullamento dell'operazione non minava solo il futuro prossimo di Tiffany, ormai avviata verso la possibilità di crescere sotto la guida del colosso francese, ma rischiava di impattare negativamente anche quest'ultimo. Gli azionisti della stessa avevano accolto con favore l'accordo e riservavano alte aspettative nelle sinergie post fusione, tra cui la possibilità di guadagnare terreno nella categoria dei gioielli; inoltre, vi era il rischio che l'annullamento comportasse una penale di rescissione, anche se non specificatamente indicata nell'accordo. A differenza di TIF, l'azione di LVMH aveva subito il suo deprezzamento più intenso a marzo (Grafico 2) ed era pronto a crescere per tutto il periodo successivo, con qualche colpo legato alle criticità dei primi risultati trimestrali e alle incertezze sull'accordo. In particolare,

si può notare come il 2 giugno, il giorno dell'incontro ufficiale del board francese per discutere circa le criticità di Tiffany, l'influenza del marchio e la sua forza sul mercato erano tali che l'evento determinò un apprezzamento notevole dell'azione, in quanto il consensus si attendeva che l'accordo sarebbe stato ricontrattato con successo. Ciò non avvenne nei tempi sperati, fatto che determinò altre oscillazioni del titolo, ormai legato in buona parte alla riuscita dell'operazione. Resta chiaro come i picchi del valore in borsa, così come i decrementi per Tiffany, fossero inevitabilmente legati alla capacità del marchio francese di mostrarsi solido e risoluto verso il suo obiettivo di acquisizione, a sua volta connesso alla volontà di rinegoziare il prezzo d'acquisto. Dopo l'ultimo ribasso a fine luglio, quando i termini dell'operazione venivano posticipati, e la successiva ripresa alimentata dal tacito consenso di LVMH alla richiesta del gruppo francese, l'azione ripردهva quota il 9 settembre, dando inizio ad un altro periodo di incertezza.

Grafico 2: gli alti e bassi in borsa di LVMH (Dati di Investing.com)



Il terzo trimestre ha mostrato dei buoni risultati sia per LVMH che per Tiffany. Il gruppo francese ha riportato una diminuzione nelle vendite rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente solo del 7%, contro le attese di Bloomberg del 12%. In particolare, la crescita del 12% a tasso di cambio costanti che hai interessato la moda e pelletteria è risultata di gran lunga superiore al consensus, grazie soprattutto al contributo dei consumatori locali in Cina, Stati Uniti e Europa che hanno controbilanciato il non trascurabile declino della spesa turistica. Ciò dimostra come l'ampiezza del gruppo permetta di mantenere gli investimenti, la creatività e la visibilità elevate. Anche la crescita del prezzo azionario, dopo la crisi dei lock-down, presentava degli incrementi molto convincenti, che hanno portato il titolo a riprendere vigore fino ai livelli pre-crisi. Anche per Tiffany il terzo trimestre è risultato in ripresa, con entrate in crescita durante l'estate, invertendo la tendenza poco entusiasmante dei mesi precedenti, e utile operativo maggiorato del 25% rispetto ai dati dell'anno precedente. Importante è stata anche la spinta ai canali online di vendita, che ha visto raddoppiare i suoi numeri rispetto al periodo comparabile del 2019 rappresentando il 13% delle vendite nette totali. In concomitanza alla diffusione dei risultati, Tiffany confermava che l'Unione Europea aveva approvato l'operazione di acquisizione

e che quindi tutte le **approvazioni normative richieste per il completamento dell'operazione erano state ottenute**; in questo contesto Tiffany ha iniziato ad approcciare nuovamente LVMH con un tono più conciliante. Quando la notizia di una possibile negoziazione tra le due società si è diffusa sul mercato, le azioni di Tiffany sono salite dell'1,5% a 125,71 dollari nelle prime contrattazioni di martedì 27 Ottobre. Il titolo ha continuato a salire ulteriormente, raggiungendo i **129,37 dollari, in crescita del 5,3%** nel successivo primo pomeriggio di negoziazione.

Due giorni più tardi, giovedì 29 ottobre, **LVMH e Tiffany & Co. hanno annunciato di essere arrivati ad un accordo definitivo**: il conglomerato francese ha accettato di pagare **131,5 dollari per azione** di Tiffany rispetto ai 135 dollari iniziali, per un valore totale dell'operazione di **15,8 miliardi di dollari** ovvero circa 13,6 miliardi di euro. Il nuovo prezzo offriva un leggero premio, pari all'1,2% rispetto ai 129,95 dollari della chiusura del titolo di Tiffany della sera prima a Wall Street. Tiffany, inoltre, si impegnava a pagare ai suoi azionisti un dividendo di 0,58 dollari per azione. I consigli di amministrazione dei due gruppi hanno approvato i termini rivisti e la chiusura era fissata all'inizio dell'anno successivo, in attesa dell'approvazione da parte degli azionisti di Tiffany; tutte le autorizzazioni antitrust erano già state recepite.

Lo sconto ottenuto in definitiva da Bernard Arnault è pari a **425 milioni di dollari**, ovvero solo il 2,5% del prezzo originale. Si tratta di un risparmio molto esiguo, soprattutto visti gli sforzi economici che l'intento della causa ha richiesto, da entrambe le parti. La conclusione dell'accordo con un nuovo prezzo dimostra comunque come Arnault non volesse davvero abbandonare l'acquisizione e che il suo intento fosse ottenere un prezzo inferiore.

Il giorno successivo all'ufficializzazione dell'accordo, l'azione di Tiffany era valutata a **130\$**, con un apprezzamento di quasi **il 10% in 10 giorni** e del **32% rispetto all'anno precedente**, ovvero prima che il gruppo francese rendesse pubblico il suo interesse per l'azienda. Non vi era alcun dubbio da parte del *consensus* circa la convenienza dell'operazione per Tiffany, che avrebbe potuto recuperare quote di mercato sotto la guida di LVMH. Al contrario, l'azione del conglomerato francese aveva subito un leggero decremento a partire dal 23 ottobre, periodo in cui era diffusa la notizia delle nuove contrattazioni in corso. In meno di una settimana, dal 23 al 28 ottobre, l'azione era scesa dai 426 ai 402€, rimanendo quasi invariata anche dopo la comunicazione del nuovo prezzo ufficiale. Il mancato *boom* immediato del titolo in borsa va valutato tenendo conto del contesto in cui si è svolta l'intera vicenda del matrimonio Tiffany-LVMH. Il fatto che l'operazione si fosse in un primo momento presentata come la più grande acquisizione nel settore del lusso e poi, a causa della pandemia, fosse stata fortemente messa in crisi, aveva smosso anche le opinioni ottimistiche dei maggiori sostenitori dell'operazione. Gli investimenti attesi per il rilancio del marchio statunitense erano ingenti e dopo la guerra portata avanti da LVMH per sottolineare i deficit di risultato di Tiffany, non si poteva ora non riconoscerne le criticità. Bernard Arnault stesso aveva affermato che le operazioni di Tiffany mostravano un elevato margine di vulnerabilità alla recessione, che si prevede caratterizzerà il settore del lusso nei prossimi anni.

La ripresa del titolo LVMH è iniziata a novembre, qualche giorno dopo l'ufficializzazione della revisione dell'accordo, con **un'accelerazione del 18%** che ha portato l'azione da **403€ a 492€** in meno di due settimane, registrando un nuovo record di prezzo. A favorire tale sprint non sono state tanto le aspettative ottimistiche sull'operazione confermata, quanto la sempre più evidente resilienza del gruppo e dei marchi principali. Nonostante le sfide poste dalla pandemia, i prestigiosi marchi all'interno di LVMH hanno continuato a guadagnare quote di mercato. Louis Vuitton e Dior hanno mostrato la loro forza nella Cina continentale, con gli acquisti domestici che hanno più che compensato l'assenza di quelli effettuati all'estero, ma anche grazie alla forte presenza nei mercati del lusso più maturi, quali Europa e Stati Uniti. La divisione Moda e Pelletteria (F&L) è infatti cresciuta del 12% nel 3° trimestre, rispetto alla media del settore del lusso del -6%.

Il 30 dicembre 2020 gli azionisti di Tiffany hanno votato per approvare l'accordo di fusione modificato. Una settimana più tardi, il **7 Gennaio 2021 LVMH ha annunciato di aver completato l'acquisizione di Tiffany & Co**, che trasforma profondamente la divisione Orologi e Gioielli di LVMH e completa le 75 prestigiose Maison di LVMH. L'annuncio della chiusura dell'operazione è arrivato in un periodo di fibrillazione per il settore del lusso, il a inizio 2021 ha sovraperformato, con quotazioni in aumento del 16% nonostante un taglio del 25% dell'EPS atteso dal consensus. Dior e Vuitton rimanevano in cima alla classifica delle più performanti maison del lusso, lasciando dietro Gucci, Cartier e Prada. Gli investitori hanno valutato la capacità delle aziende di lusso di preservare o addirittura migliorare la liquidità durante la fase iniziale della pandemia e nonostante le vendite generalizzate sui listini che hanno caratterizzato il 1° trimestre 2020. Ciò è stato attuato grazie alla combinazione di controllo dei costi, drastica riduzione dei piani di investimenti – in particolare dell'apertura di nuovi negozi – e riduzione se non addirittura soppressione del dividendo relativo all'anno 2019. Il titolo LVMH ha iniziato il 2021 con un prezzo di **523€**, con un **incremento del 23%** nell'ultimo trimestre, che lo ha portato ad essere uno dei titoli più performanti nel 2020.

La conclusione dell'analisi: alcune considerazioni.

Dopo aver seguito passo-passo lo svolgimento dell'operazione ed aver analizzato il contesto, gli sviluppi di mercato e le opinioni degli esperti, ho maturato delle considerazioni sull'acquisizione di Tiffany & Co da parte di LVMH. In questo capitolo, basandomi sulle evidenze discusse nei capitoli precedenti, illustrerò il mio parere riguardo la convenienza dell'operazione per le due società, trattando i rispettivi benefici o pregiudizi.

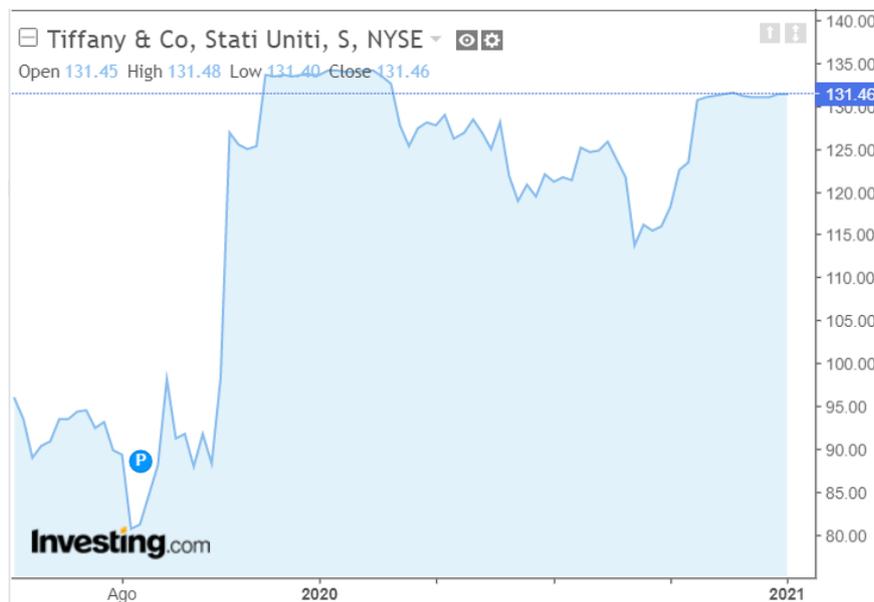
Ritengo che l'accordo Tiffany-LVMH risolva perfettamente la necessità di rilancio del marchio Tiffany & Co e la propensione all'espansione del gruppo francese, elemento da sempre determinante per lo stesso.

Già da inizio 2019, Tiffany & Co aveva mostrato di aver bisogno di investimenti per poter rimanere *appealing* nei confronti della clientela del lusso. La mancanza di innovazione nei prodotti, la clientela fortemente legata al mercato americano – sia locale che turistico –, la necessità di aggiornare i suoi negozi e di rafforzare i canali online rappresentano tutte motivazioni valide per reputare l'acquisizione da parte di LVMH un fattore di successo per permettere una migliore valorizzazione del marchio. Un'efficace ripresa sotto la guida di LVMH

è attendibile se si guarda all'esperienza di Bulgari, che a partire dal 2011 ha vissuto un innalzamento della fascia di prezzo dei suoi prodotti e un aumento considerevole dei margini, in seguito all'inserimento nelle maison del gruppo francese.

A riprova delle alte potenzialità di crescita attese da una fusione con LVMH, va considerato anche l'andamento altalenante che ha avuto l'azione TIF in borsa da quando il gruppo si è interessato pubblicamente a Tiffany, nel novembre 2019. In meno di un mese, dalle prime voci sull'operazione alla conferma da parte del gruppo francese circa l'effettività dell'operazione, le azioni sono salite di quasi il **30% da 98,55 a 133 dollari**, determinando una forte rivalutazione della società. La quotazione è rimasta stabile fino a marzo 2020, quando anche il titolo TIF ha risentito del crollo generalizzato del mercato azionario, con un deprezzamento comunque non destinato a durare più di qualche giorno, in quanto il consensus era comunque fiducioso dell'interesse per l'azienda da parte di LVMH, che ne avrebbe gestito brillantemente le sorti. Nonostante LVMH si sia tenuto lontano da offrire un prezzo che rappresentasse il massimo storico TIF in borsa, pari a 139€, il valore patteggiato di 135€ è risultato ben presto anche troppo generoso. Le criticità del marchio non hanno tardato a manifestarsi in seguito alla crisi del 2020, con vendite in drammatico calo soprattutto a causa della forte riduzione del fatturato proveniente dal flusso turistico nel mercato statunitense. Quando Arnault ha deciso di sfruttare queste problematiche per ottenere una rinegoziazione del titolo prima a giugno e poi ancora a settembre, ne è derivato un pericolo per le prospettive di rilancio del marchio e la società ha perso per la prima volta quotazioni significative, rischiando di tornare ai valori pre deal. Con la pubblicazione del prezzo definitivo il 29 ottobre 2020, le acque si sono calmate e le azioni di Tiffany & Co. sono tornate ai livelli precedenti, chiudendo la sessione a **130,81 dollari**, con un aumento di **oltre il 6%** rispetto al 26 ottobre. È seguito un veloce allineamento tra il prezzo corrente di Tiffany e il prezzo contrattato ed ottenuto da LVMH, che ha permesso all'azione Tiffany di ritornare ai livelli pre-pandemia, rimasti poi stabili fino alla conclusione dell'operazione. Ritengo che il prezzo finale di acquisto abbia permesso all'azienda americana di riottenere una congrua remunerazione; anche se il prezzo pattuito è inferiore al valore massimo storico di 139,5, la valutazione di 16 miliardi di dollari presenta uno scarto di solo il 6% rispetto al valore derivante dalla sua capitalizzazione massima (Grafico 2). Si può quindi affermare che l'interessamento di LVMH abbia permesso una migliore valorizzazione dell'azienda rispetto a quella all'ora corrente sul mercato, restituendole le prospettive di crescita che, sotto la guida giusta, è in grado di ottenere, e che si sono riversate sulla crescita esponenziale sperimentate sul mercato a partire da fine ottobre.

Grafico 1: Azione TIF in borsa dal periodo pre deal fino a chiusura (Dati di investing.com)



Dalla fine del 2019, LVMH ha subito in borsa un'ascesa eccezionale, quasi raddoppiando la sua quotazione che è passata in meno di due anni **da un valore di 390€ per azioni ai 650€ circa di oggi**. Questa crescita senza precedenti è ricollegabile, a mio avviso, più fattori:

- 1) L'ottenimento di risultati da record;
- 2) La resilienza unica e da esempio dimostrata nel periodo durante e post Covid;
- 3) Il boom delle vendite della divisione moda e pelletteria dell'ultimo anno;
- 4) La serie di acquisizioni messe in atto per espandere la vasta attività del gruppo, di cui Tiffany ne ha rappresentato l'evento maggiore.

Per quanto riguarda i risultati raggiunti da LVMH, già il **2019 si è configurato come un anno da record** – rispetto ad un 2018 comunque soddisfacente – con oltre 53 miliardi di euro di ricavi, un giro d'affari in crescita del 15%, profitti da operazioni ricorrenti aumentati anch'essi del 15% e una maggiorazione del 13% sull'utile nett. Nonostante l'inciampo del primo trimestre 2020, dovuto alla situazione di crisi sanitaria a livello mondiale, LVMH si è presto ripreso, con un terzo trimestre migliore delle aspettative del mercato, aumentando le vendite e cogliendo anche l'occasione per implementare l'utilizzo del canale online, fino ad allora poco sviluppato. In questo periodo il fatturato è calato solo del 7% annuo a perimetro costante a 11,96 miliardi di euro, performance che segna un deciso miglioramento se si considera la contrazione complessiva del 21% annuo da inizio 2020 a fine settembre. A rafforzare la sua posizione di leader nelle vendite del lusso, ha contribuito ancora il primo trimestre del 2021, nel quale il gruppo ha raddoppiato le previsioni degli analisti, con il decollo della divisione *Fashion & Leather Goods* a +52% a cambi costanti rispetto al 2020, contro il +27% atteso dal consensus. Si tratta di un risultato superiore anche ai dati da primato del primo semestre 2019, con uno scarto del 37%. Ancora una volta elementi determinanti sono stati i marchi LV e Dior ed i mercati USA e Cina.

Nonostante le performance strabilianti, ritengo che l'acquisizione del marchio americano abbia contribuito a rafforzare le potenzialità di crescita del gruppo e quindi la sua attrattività sul mercato. Se valutiamo l'andamento di borsa nel 2020 fino a settembre, legato quindi ai risultati durante la crisi e alla resilienza

mostrata dal gruppo in estate, l'azione presenta le tipiche oscillazioni di mercato, con momenti di massima e successivi ribassi (Grafico 1). Il vero slancio sul prezzo, che ha iniziato la crescita inarrestabile tutt'ora in atto, si nota a partire dall'ufficializzazione dell'acquisizione a fine ottobre 2020, che ha portato **in meno di un mese il prezzo da 405 a 450€**. Da qui l'ascesa non si è più arrestata e fino alla chiusura definitiva dell'affare a inizio gennaio l'azione francese è cresciuta del 30%, stabilendosi sui 510€. Sebbene non siano comunque mancati dei leggeri ribassi nella seconda e terza settimana di gennaio, in seguito alle incertezze sui costi ingenti necessari per finalizzare l'acquisto ed il rilancio del marchio TIF, l'azione è tornata a salire già da fine gennaio, chiudendo il mese a **530€**.

Ritengo che l'incremento dell'azione in borsa sia fortemente collegato all'entrata di Tiffany & Co tra i marchi del gruppo. Nonostante gli investimenti richiesti per favorire la ripresa e l'innovazione dell'azienda statunitense siano ingenti e abbiano destato perplessità, a mio avviso questi non solo sono controbilanciabili con gli incredibili guadagni del gruppo, ma prospettano un'ulteriore espansione dello stesso, che renderà LVMH ancora più appetibile per gli investitori, in un circolo di continua crescita.

A favorire queste attese contribuisce la resilienza del settore gioielleria, che ha registrato una performance superiore a quella degli altri prodotti di lusso per tutto il periodo di piena pandemia di coronavirus. Secondo le stime di *Bain & Company*, le vendite globali di gioielli hanno evidenziato una contrazione solo del 15% nel 2020, contro la flessione di oltre il doppio di tale percentuale osservata a livello del segmento degli orologi e dell'abbigliamento. Questo fenomeno pone in prospettiva una miglior ripresa post Covid per un marchio esclusivamente di gioielli, come Tiffany, piuttosto che per il *competitor* Cartier, molto più esperto negli orologi; il risultato è un avvantaggiamento per LVMH nei confronti del suo maggiore avversario. Inoltre, tale fattore potrebbe compensare la stessa sottoperformance di Bulgari nell'ultimo periodo, dovuto in parte alla sovraesposizione al settore degli orologi ed altri accessori meno trainanti. Con l'acquisizione di Tiffany, **la divisione gioielleria ed orologeria diventerà il secondo più importante contributo agli utili**.

Anche i mercati geografici di riferimento per il settore vengono modificati dall'acquisizione: mentre in precedenza le entrate della divisione erano sovraesposte all'Asia e al Giappone – rispettivamente il 38% e 12% delle entrate della divisione – e sottoesposte agli Stati Uniti, l'entrata di Tiffany darà un maggior impulso a quest'ultima area. Questo cambiamento è positivo sotto più punti di vista. Da un lato Tiffany – quindi LVMH – potrebbe beneficiare della ripresa che sta interessando il Nordamerica, compensando la situazione svantaggiata in Europa, che è rimasta indietro a causa delle restrizioni rimaste in atto fino in primavera. Inoltre, la nuova esposizione nel mercato statunitense potrebbe portare il gruppo ad investire nella distribuzione e nel marketing anche per altre maison, come ad esempio Bulgari. La ripresa dell'Europa è comunque un evento atteso per l'estate e la scarsa presenza nell'area da parte del gioielliere americano – soltanto un sesto dei negozi fisici è situato in Europa – rappresenta un ulteriore aspetto che può essere implementato da LVMH. Infine, la solida domanda osservata nella Cina Continentale, suggerisce che il brand ha ancora un grande potenziale di crescita in Asia, uno dei fattori trainanti l'interessamento di LVMH.

In conclusione, le motivazioni per cui l'acquisizione rappresenta un elemento di forte slancio per LVMH sono a mio avviso numerose e molte ancora da individuare. Il conglomerato di beni di lusso ha creato la sua fama

e successivamente consolidato la sua posizione di leader del settore proprio grazie alla serie di acquisizioni infallibili che è riuscito a portare a termine e ritengo che Tiffany & Co rientri a pieno in questo piano.

Grafico 1: LVMH e la quotazione da record, periodo novembre 2019 - giugno 2021 (Grafico di investing.com)

