LVMH: szczegółowy model DCF

Marki pozostają silne, lecz Chiny i koszt kapitału zmieniają cenę za jakość

MC | Euronext Paris | Ordinary share | EUR
22 października 2026 r. | World Market Atlas

Kurs odniesienia	Wartość bazowa DCF	Ostrożny / optymistyczny
388,60 EUR	456,76 EUR/akcję	279,38 / 683,45 EUR

Wniosek warunkowy: baza modelu leży 17,5% powyżej kursu. Różnica nie jest rekomendacją. Przy bieżącej niepewności Chin, walut, francuskich stóp i marż scenariusz ostrożny pozostaje ekonomicznie możliwy.

Zakres	Konwencja
Horyzont	FY2027E-FY2036E, dziesięć lat, mid-year discounting
Model	FCFF w EUR; pięć grup biznesowych plus Other & eliminations
WACC / g / terminal ROIC	7,5% / 2,0% / 14,0%
Najnowsze dane	Q3 revenue z 12.10.2026; bilans i cash flow do 30.06.2026

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] · [S06] · [S08] · [S10]

1. Podsumowanie dla inwestora

Pytanie	Baza autora	Co może złamać tezę
Fashion & Leather Goods	powrót do wzrostu 4% w 2027 i zejście do 2%	dalszy spadek w Chinach lub słabsza akceptacja nowych kolekcji
Marża	recurring EBIT 22,0% w 2026E do 24,1% w 2036E	promocje, miks, waluty i koszty sklepów blokują odbudowę
Watches & Jewelry	najmocniejszy wzrost w pierwszych latach	spowolnienie biżuterii po mocnym H1 i Q3
Selective Retailing	Sephora kompensuje restrukturyzację DFS	wzrost wymaga kapitału sklepowego i dobrego miksu
WACC	7,5%, o 40 pb ponad mechaniczne 7,10%	premia za ryzyko i stopy EUR pozostają wyżej dłużej

Cena 388,60 EUR nie wymaga załamania wartości marek, ale wycenia wyraźnie słabszą ścieżkę niż baza. Reverse DCF domyka kurs przy obniżeniu wzrostu każdej głównej grupy o około 2,01 pp rocznie, obniżeniu marż segmentów o 3,21 pp albo WACC około 8,39%.

Co jest wariantem autora

• 2026E zakłada około 79,8 mld EUR przychodów, bez liczbowego guidance pełnorocznego od spółki.

• Fashion & Leather Goods pozostaje głównym źródłem zysku i główną przyczyną rozrzutu scenariuszy.

• Leasing jest operacyjny: koszt i spłaty są w FCFF, a zobowiązanie nie jest odejmowane drugi raz.

• Zobowiązania zakupu udziałów mniejszościowych są potraktowane jako roszczenie przed akcjonariuszem.

Źródła: [S01] · [S02] | prognozy i interpretacja: autor

2. Papier wartościowy, rynek i data wyceny

Element	Ustalenie
Emitent	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE
Instrument	zwykła akcja; ticker MC; ISIN FR0000121014
Rynek	Euronext Paris; waluta notowania EUR
Kwalifikacja	Francja należy do Developed Markets w klasyfikacji MSCI
Kurs	388,60 EUR: zamknięcie 21.10.2026
Kontrola kursu	high 389,85; low 384,45; wolumen około 482,9 tys.
Mianownik	495,0 mln rozwodnionych akcji: proxy bliskie 494,96 mln z H1

Model używa ostatniej zakończonej sesji przed publikacją. Notowanie intraday z 22 października nie jest mieszane z bilansem i danymi zamknięcia. Wartość jest nominalna w EUR, zgodna z walutą sprawozdawczą i notowaniem.

LVMH jest francuskim emitentem, ale ekonomicznie globalną grupą. W 2025 r. 26% przychodów pochodziło z USA, 26% z Azji bez Japonii, 8% z Japonii, 26% z Europy łącznie z Francją i 14% z pozostałych rynków. Ryzyko walutowe i turystyka konsumencka są więc kluczowe dla raportowanego wyniku w EUR.

Kontrola czasu

Dane operacyjne obejmują dziewięć miesięcy 2026 r. Bilans, cash flow i zobowiązania pochodzą z 30 czerwca. Sprzedaż Marc Jacobs nastąpiła 1 września, a część DFS została sprzedana wcześniej w roku. Pełny bilans pro forma nie był dostępny na datę odcięcia.

Źródła: [S01] · [S02] · [S05] · [S06] · [S07] · [S12]

3. Architektura grupy i ekonomika marek

Grupa	Mechanizm wartości	Główne ryzyko
Wines & Spirits	zapasy dojrzewające, marka, dystrybucja, premium pricing	cykl cognac/champagne, Chiny, USA i kapitał w zapasach
Fashion & Leather Goods	desirability, rzemiosło, kontrola dystrybucji, pricing	ryzyko kreatywne, koncentracja zysku, turystyka
Perfumes & Cosmetics	innowacja produktu i skala komunikacji	krótszy cykl produktu, marketing i selektywna dystrybucja
Watches & Jewelry	rzadkość, ikony i wysoka wartość biletu	cykliczność zegarków, surowce i popyt ultra-high-end
Selective Retailing	Sephora, dane klienta, ekskluzywne marki, skala sieci	niższa marża, capex sklepowy i working capital

LVMH łączy ponad 75 Maisons. Przewaga nie wynika tylko z logo: grupa kontroluje rozwój produktu, komunikację, nieruchomości handlowe, dystrybucję i dane o kliencie. Skala pozwala finansować kosztowne odnowienie kolekcji i lokalizacji bez uzależnienia od jednego kanału.

Wadą konglomeratu jest koncentracja ekonomiczna. Fashion & Leather Goods odpowiadał za około trzy czwarte recurring operating profit grup biznesowych w 2025 r. Spadek popytu lub marży w Louis Vuitton i Dior ma większe znaczenie niż szybki wzrost mniejszych jednostek.

Co nie jest wyceniane osobno

Model nie dodaje osobnej wartości dla marki, kolekcji, nieruchomości ani sieci. Ich wartość jest widoczna wyłącznie przez przychód, marżę, kapitał obrotowy, capex i terminal ROIC. Ogranicza to ryzyko podwójnego liczenia aktywów niematerialnych.

Źródła: [S03] · [S04]

4. Q3 2026: poprawa grupy, słabość rdzenia

mln EUR	9M 2025	9M 2026	Raportowane	Organiczne	Q3 organiczne
Wines & Spirits	3 917	4 027	+3%	+5%	+6%
Fashion & Leather Goods	27 611	26 391	-4%	-2%	-5%
Perfumes & Cosmetics	6 040	5 922	-2%	0%	+1%
Watches & Jewelry	7 409	7 725	+4%	+8%	+6%
Selective Retailing	12 613	12 476	-1%	+6%	+8%
LVMH	58 090	57 148	-2%	+2%	+1%

Trzeci kwartał nie potwierdził równomiernego odbicia. Chiny były mniej dynamiczne, podczas gdy USA, Europa i Japonia rosły. Fashion & Leather Goods wrócił do spadku organicznego, mimo dobrego przyjęcia części nowych kolekcji. To najważniejszy sygnał ostrzegawczy dla marży grupy.

Jednocześnie jewelry i Sephora pozostawały mocne, a Wines & Spirits kontynuował poprawę. Dywersyfikacja działa, lecz nie usuwa zależności od soft luxury. W Q3 wpływ kursów walutowych na grupę był dodatni o około 2 pp, a zmiany zakresu konsolidacji ujemne o około 2 pp.

Implikacja modelowa

2026E nie ekstrapoluje organicznego +2% jako raportowanego wzrostu. Baza uwzględnia mieszankę walutową, sprzedaż aktywów i słabsze Q3 Fashion & Leather Goods. Pełnoroczny przychód 79,8 mld EUR jest estymacją autora, nie guidance spółki.

Źródła: [S02]

5. H1 2026: marża i gotówka

mln EUR	H1 2025	H1 2026	Zmiana
Przychody	39 810	38 644	-3% raportowane; +2% organiczne
Recurring operating profit	9 012	8 691	-4%
Marża recurring	22,6%	22,5%	-0,1 pp
Net profit, Group share	5 698	5 697	0%
Operating free cash flow	4 032	4 100	+2%
Net financial debt	10 176	8 245	-19% r/r
Equity	66 875	69 694	+4% r/r

Marża utrzymała się mimo ujemnego raportowanego wzrostu i około 5 pp negatywnego wpływu walutowego na przychody. Spółka wskazała wzrost zysku operacyjnego przy stałych kursach, co sugeruje kontrolę kosztów. Nie oznacza to jednak, że marża pełnego roku automatycznie odbije.

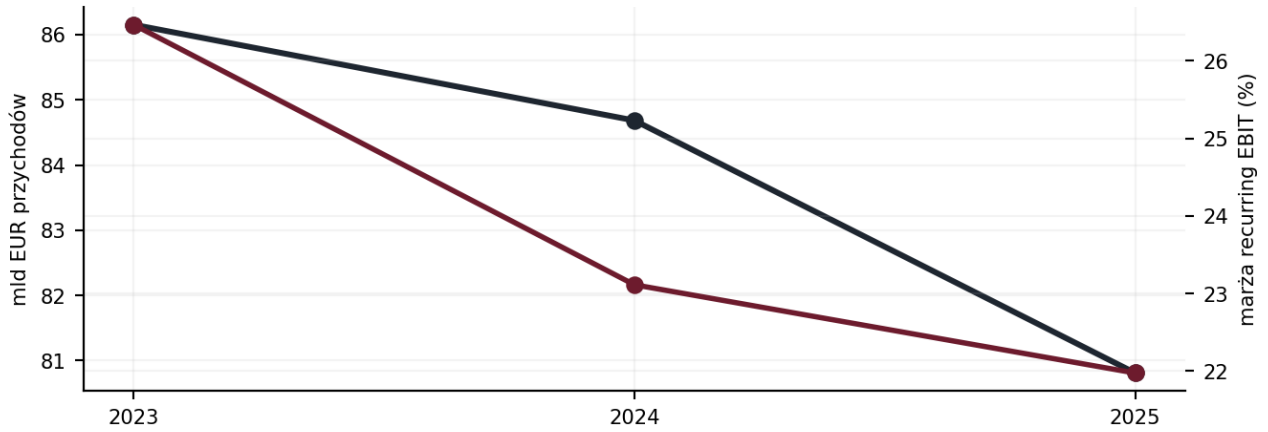
Operating free cash flow 4,1 mld EUR obejmuje cash from operations po zmianie working capital, operating investments i spłatę kapitału leasingu. H1 jest sezonowo obciążony working capital o 2,446 mld EUR, dlatego roczna zdolność gotówkowa jest lepiej oceniana razem z pełnymi latami 2023-2025.

Bilans

Na 30 czerwca grupa miała 8,245 mld EUR net financial debt, 16,261 mld EUR lease liabilities i 6,416 mld EUR zobowiązań zakupu udziałów mniejszościowych. Te trzy pozycje mają odmienną ekonomię i nie są łączone bezpośrednio w jednym długu modelowym.

Źródła: [S01] · [S14]

6. Trzy pełne lata: zysk spadł szybciej niż sprzedaż



mln EUR	2023	2024	2025
Przychody	86 153	84 683	80 807
Recurring EBIT	22 802	19 571	17 755
Marża recurring	26,5%	23,1%	22,0%
Net income, Group share	15 174	12 550	10 878
CFO	18 400	18 924	18 874
Operating investments	7 478	5 531	4 567
Operating FCF	8 104	10 478	11 333
Net financial debt	9 228	10 746	6 857

Od szczytu 2023 r. przychody spadły o około 6%, a recurring operating profit o 22%. Marża obniżyła się z 26,5% do 22,0%. To pokazuje ujemną dźwignię operacyjną w normalizacji popytu i walutach.

Gotówka była bardziej odporna: operating FCF wzrósł do 11,3 mld EUR w 2025 r., wsparty niższym capex i working capital. Baza nie zakłada trwałego utrzymania minimalnej reinwestycji. Capex stopniowo normalizuje się do 4,5% przychodów, a working capital rośnie wraz ze sprzedażą.

Źródła: [S03] · [S04]

7. Wines & Spirits: odbicie z niskiej bazy

Wskaźnik	2023	2024	2025	2026E
Przychody, mln EUR	6 602	5 862	5 358	5 497
Recurring EBIT, mln EUR	2 109	1 356	1 016	1 237
Marża	31,9%	23,1%	19,0%	22,5%
Champagne, mln butelek	66,5	61,7	60,1	brak 9M wolumenu
Cognac, mln butelek	83,2	80,8	74,6	brak 9M wolumenu

Segment wszedł w 2026 r. z obniżonymi wolumenami i wysokim zapasem w kanałach. W H1 recurring profit wzrósł o 11%, a 9M organic revenue o 5%. Model zakłada odbudowę, lecz nie powrót do marży 2023 w horyzoncie dziesięciu lat.

Ekonomia zapasów jest szczególna: cognac i część win wymagają wieloletniego dojrzewania. Wysoki zapas może być zasobem marki, ale zamraża kapitał i zwiększa ryzyko obniżenia wartości przy trwałym osłabieniu popytu. NWC nie może być prognozowany jak w czystym software.

Baza i falsyfikacja

Wzrost 4,5% w 2027E schodzi do 2,0% terminalnie, a marża rośnie z 22,5% do 25,0%. Baza traci wiarygodność, jeżeli wolumen cognac i champagne ponownie spada, a odbicie EBIT wynika wyłącznie z cięć kosztowych.

Źródła: [S01] · [S02] · [S04]

8. Fashion & Leather Goods: centrum wyceny

mln EUR	2023	2024	2025	2026E
Przychody	42 169	41 060	37 770	36 144
Recurring EBIT	16 836	15 230	13 209	12 326
Marża	39,9%	37,1%	35,0%	34,1%
9M 2026 organic	-	-	-	-2%
Q3 2026 organic	-	-	-	-5%

Segment obejmuje Louis Vuitton, Dior, Loro Piana, Celine, Loewe, Fendi i inne Maisons. Wartość pochodzi z desirability i kontroli dystrybucji, lecz rotacja dyrektorów kreatywnych wprowadza opóźnione ryzyko produktu. Sukces kolekcji jest jakościowo obserwowalny przed pełnym efektem finansowym.

H1 pokazał powrót do organicznego wzrostu w Q2, ale Q3 osłabł do -5%. Spółka wskazała mniej dynamiczne Chiny. Model nie zakłada natychmiastowego powrotu do historycznego premium growth: 4,0% w 2027E i 2,0% terminalnie.

Marża

Baza podnosi marżę z 34,1% w 2026E do 37,0% w 2036E, nadal poniżej 39,9% z 2023 r. Odbudowa wymaga miksu pełnocenowego, wzrostu wolumenu bez promocji i absorpcji kosztu sklepów oraz komunikacji. Każde 1 pp trwałej marży segmentu ma duży wpływ na wartość grupy.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03]

9. Beauty oraz Watches & Jewelry

Grupa	2025 revenue	H1 2026 organic	9M 2026 organic	Marża H1 2026
Perfumes & Cosmetics	8 174 mln	0%	0%	10,7%
Watches & Jewelry	10 486 mln	+9%	+8%	15,9%

Perfumes & Cosmetics jest bardziej innowacyjny i marketingowo intensywny. Stabilny wzrost organiczny nie wyklucza presji raportowanej z walut. Model zakłada 3,0% wzrostu w 2027E, zejście do 2,0% i marżę 12,0% terminalnie.

Watches & Jewelry był liderem 2026 r., wsparty Tiffany i Bvlgari. Biżuteria ma korzystniejszą dynamikę niż zegarki, lecz po Q3 wzrost spowolnił z 9% H1 do 6% w kwartale. Baza zaczyna od 6% i stopniowo schodzi do 2,3%.

Ryzyko jakości wzrostu

• Wzrost jewelry powinien być widoczny w recurring margin, nie tylko w kosztownej renowacji sieci.

• Beauty wymaga wysokiej komunikacji i selektywnej dystrybucji; wzrost sprzedaży może mieć niższą konwersję niż w leather goods.

• Ceny metali, kamieni i kurs USD wpływają na koszty oraz raportowanie, choć marka umożliwia część przeniesienia ceny.

• Nowe linie i ambasadorzy są katalizatorem, lecz nie są odrębnym aktywem w modelu.

Źródła: [S01] · [S02] · [S14]

10. Selective Retailing: wzrost przy niższej marży

Wskaźnik	2023	2024	2025	H1 / 9M 2026
Przychody, mln EUR	17 885	18 262	18 348	8 406 / 12 476
Recurring EBIT, mln EUR	1 391	1 385	1 780	893 H1
Marża	7,8%	7,6%	9,7%	10,6% H1
Organic growth	-	-	+4%	+5% / +6%

Sephora zyskiwała udział w wielu krajach, wspierana ekskluzywnymi launchami i ekspansją sieci. Jednocześnie LVMH sprzedawał większość aktywów DFS, upraszczając ekspozycję travel retail. Zmiana zakresu konsolidacji utrudnia mechaniczne porównanie raportowanych przychodów.

Model zakłada 5,5% wzrostu w 2027E, zejście do 2,2% i marżę 11,5% terminalnie. Jest to wzrost jakościowy tylko wtedy, gdy ROIC nowych sklepów przewyższa koszt kapitału po pełnym capex, zapasie i leasingu.

Leasing

Retailing wykorzystuje duży portfel umów najmu. W modelu amortyzacja right-of-use jest dodawana z powrotem, a spłata kapitału leasingu odejmowana w FCFF. Zobowiązania leasingowe nie są ponownie odejmowane od EV. Dzięki temu koszt lokalizacji pozostaje operacyjny bez podwójnego obciążenia.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03]

11. Geografia, waluty i chiński konsument

Ekspozycja 2025	Udział przychodów	Kluczowy mechanizm
USA	26%	lokalny high-end consumer, turystyka, USD
Azja bez Japonii	26%	Chiny i region; confidence, property i turystyka
Europa bez Francji	18%	lokalny popyt i podróże międzynarodowe
Francja	8%	flagships, turystyka, baza kosztowa
Japonia	8%	lokalny popyt, turystyka i JPY
Pozostałe	14%	dywersyfikacja geograficzna i walutowa

Przychód według miejsca dostawy nie odpowiada narodowości klienta. Chiński konsument może kupować w Chinach, Japonii lub Europie. Dlatego lokalne dane geograficzne nie są pełnym miernikiem ekspozycji na Chiny.

W H1 2026 waluty obniżyły raportowany wzrost grupy o 5 pp, a w Q3 wpływ był dodatni o 2 pp. Model prognozuje w EUR i nie buduje precyzyjnej ścieżki każdej waluty. To ograniczenie jest ważniejsze dla przychodów raportowanych niż dla organic growth.

Sektor

Bain opisywał 2026 r. jako okres stopniowej stabilizacji globalnego luxury, z większą polaryzacją marek i kanałów. Model nie używa tego jako konsensusu. Długoterminowe wzrosty segmentów schodzą do 2,0-2,3%, blisko nominalnego wzrostu dojrzałej gospodarki.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] · [S13]

12. Moat: desirability musi zamienić się w ROIC

Przewaga	Dowód operacyjny	Test finansowy
Ikoniczne marki	powtarzalne kolekcje i brak promocji	marża oraz wzrost pełnocenowy
Kontrola dystrybucji	własne sklepy, selektywność, dane klienta	sprzedaż na sklep po pełnym leasingu i capex
Rzemiosło i podaż	ograniczona dostępność, jakość, heritage	zapas bez nadmiernych odpisów
Portfel Maisons	wspólna infrastruktura i alokacja talentu	zysk mniejszych grup kompensuje cykle
Skala komunikacji	globalne wydarzenia i ambasadorzy	marketing nie rośnie szybciej niż gross margin

Moat w luxury jest dynamiczny. Przeszły sukces nie gwarantuje przyszłej desirability. Nowy dyrektor kreatywny, zmiana gustu lub nadmierna podaż mogą szybko obniżyć konwersję ceny i wolumenu.

Terminal ROIC 14% dotyczy nowych inwestycji, nie księgowego zwrotu na starym goodwill. Dla wzrostu 2% wymaga reinwestowania około 14,3% NOPAT. Model nie przyznaje darmowego wzrostu przez formułę Gordona.

Co potwierdza przewagę

- Fashion & Leather Goods wraca do dodatniego organic growth bez rabatów.
- Marża grupy rośnie przy inwestycjach w sklepy i produkt, nie przez trwałe niedoinwestowanie.
- Inventory days stabilizują się, a cash conversion pozostaje wysoka.
- Sephora i jewelry utrzymują wzrost bez wzrostu kapitału szybszego niż NOPAT.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03]

13. Governance, kontrola i alokacja kapitału

Element	Stan na H1 2026	Znaczenie
Arnault family group	50,21% kapitału; 66,39% głosów	stabilna kontrola i mniejsza contestability
Treasury shares	2,712 mln; 0,55% kapitału	wpływ na mianownik i buyback
Interim dividend	5,50 EUR płatne 3.12.2026	dystrybucja gotówki, nie źródło wartości DCF
Minority commitments	6,416 mld EUR	roszczenie odejmowane w moście equity
Buybacks H1	około 1,66 mld EUR outflow	kapitał zwracany przy wysokiej zmienności kursu

Rodzinna kontrola może wspierać długi horyzont budowy marek, ale ogranicza wpływ akcjonariusza mniejszościowego. Sukcesja, transakcje z podmiotami powiązanymi i polityka kapitałowa wymagają stałej obserwacji.

Dywidendy i buybacks nie są dodawane do FCFF. Są podziałem wartości po finansowaniu reinwestycji. Liczba akcji 495,0 mln jest mianownikiem proxy; przyszłe umorzenia lub emisje powinny aktualizować wartość per share.

Kapitał mniejszości

Purchase commitments for minority interests są odrębne od NCI i net financial debt. Model odejmuje 6,416 mld EUR commitments oraz 1,599 mld EUR minority interests, a dodaje udział w associates i nieoperacyjne aktywa finansowe. To konserwatywny most, nie pełna wycena każdej jednostki.

Źródła: [S01] · [S03]

14. 2026E i metoda przejścia do prognozy

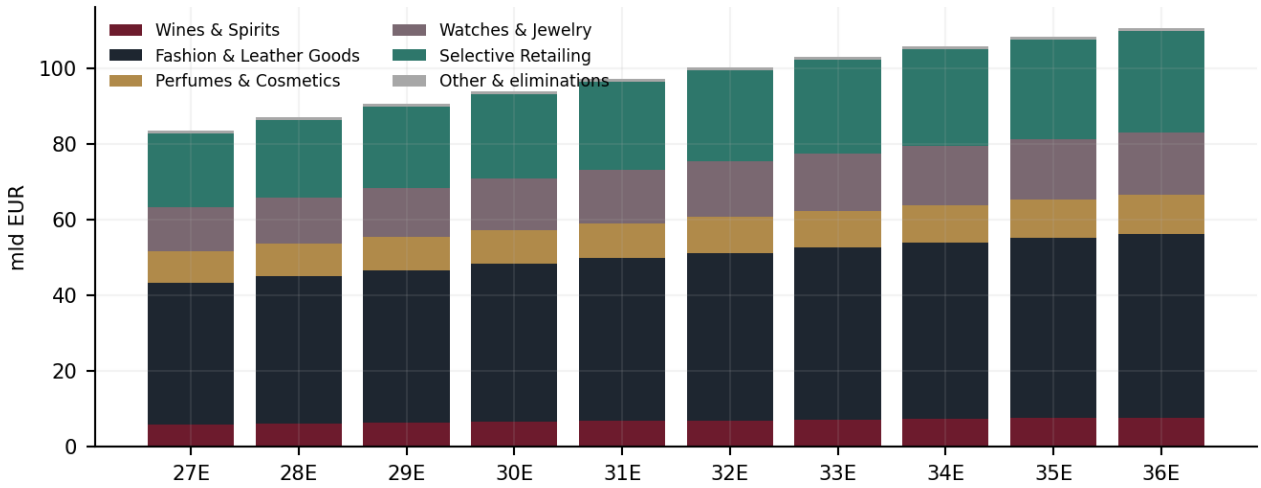
Grupa, mln EUR	2025A	9M 2026A	Q4 2026E	2026E
Wines & Spirits	5 358	4 027	1 470	5 497
Fashion & Leather Goods	37 770	26 391	9 753	36 144
Perfumes & Cosmetics	8 174	5 922	2 155	8 077
Watches & Jewelry	10 486	7 725	3 231	10 956
Selective Retailing	18 348	12 476	5 907	18 383
Other & eliminations	671	607	171	778
LVMH	80 807	57 148	22 687	79 835

Q4 2026E jest autorskim stubem. Segmenty używają dynamiki uwzględniającej Q3, różnicę między organic i reported growth oraz transakcje w zakresie konsolidacji. Nie jest to konsensus i nie powinien być prezentowany jako guidance LVMH.

Parametr 2026E	Wartość	Podstawa
Recurring EBIT	17 562 mln EUR	marże segmentowe bliskie H1 i 2025
Recurring margin	22,0%	stabilna wobec 2025; poniżej 2023
Diluted shares	495,0 mln	H1 diluted denominator 494,96 mln
Net financial debt	8 245 mln EUR	bilans 30.06.2026; brak pełnego pro forma

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] | 2026E: założenia autora

15. Przychody segmentowe: FY2027E-FY2031E



mln EUR	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Wines & Spirits	5 744	5 987	6 223	6 451	6 670
Fashion & Leather Goods	37 590	39 010	40 397	41 743	43 042
Perfumes & Cosmetics	8 319	8 560	8 797	9 032	9 263
Watches & Jewelry	11 613	12 262	12 897	13 512	14 101
Selective Retailing	19 394	20 390	21 362	22 301	23 201
Other & eliminations	778	778	778	778	778
LVMH	83 439	86 986	90 454	93 818	97 054

Wzrost	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
LVMH	4,5%	4,3%	4,0%	3,7%	3,4%
F&LG	4,0%	3,8%	3,6%	3,3%	3,1%
Watches & Jewelry	6,0%	5,6%	5,2%	4,8%	4,4%
Selective Retailing	5,5%	5,1%	4,8%	4,4%	4,0%

Pierwsze lata zakładają powolną normalizację. Model nie potrzebuje dwucyfrowego wzrostu. Wartość zależy jednak od tego, czy F&LG; przestaje spadać oraz czy jewelry i Sephora zachowują przewagę przy ograniczonej absorpcji kapitału.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] | prognozy: autor

16. Przychody segmentowe: FY2032E-FY2036E

mln EUR	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
Wines & Spirits	6 877	7 072	7 253	7 418	7 567
Fashion & Leather Goods	44 286	45 466	46 578	47 613	48 565
Perfumes & Cosmetics	9 489	9 711	9 926	10 136	10 339
Watches & Jewelry	14 657	15 175	15 648	16 073	16 442
Selective Retailing	24 052	24 845	25 574	26 231	26 808
Other & eliminations	778	778	778	778	778
LVMH	100 139	103 047	105 758	108 248	110 498

Wzrost	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
LVMH	3,2%	2,9%	2,6%	2,4%	2,1%
Wines & Spirits	3,1%	2,8%	2,6%	2,3%	2,0%
F&LG	2,9%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%
Watches & Jewelry	3,9%	3,5%	3,1%	2,7%	2,3%

W 2036E przychody wynoszą 110,5 mld EUR, czyli około 3,3% CAGR względem 2026E. Ostatni rok ma 2,1% wzrostu i jest blisko terminalnego 2,0%. Nie ma skoku przy przejściu do Gordona.

Sprawdzenie skali

Największa grupa rośnie wolniej niż Watches & Jewelry i Selective Retailing, ale nadal determinuje większość zysku. Other & eliminations nie otrzymuje wzrostu. Długoterminowa dywersyfikacja poprawia się, lecz koncentracja zysku pozostaje.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] | prognozy: autor

17. Marże segmentowe i recurring EBIT

Grupa	2026E	2031E	2036E	Kierunek
Wines & Spirits	22,5%	23,6%	25,0%	częściowa odbudowa
Fashion & Leather Goods	34,1%	35,4%	37,0%	poniżej szczytu 2023
Perfumes & Cosmetics	10,5%	11,2%	12,0%	skala i miks
Watches & Jewelry	16,0%	16,9%	18,0%	jewelry mix
Selective Retailing	10,6%	11,0%	11,5%	Sephora / DFS mix
LVMH	22,0%	22,9%	24,1%	ważona ekspansja

mln EUR	2027E	2029E	2031E	2033E	2035E
Revenue	83 439	90 454	97 054	103 047	108 248
Recurring EBIT	18 348	20 301	22 225	24 072	25 794
NOPAT	13 211	14 617	16 002	17 332	18 572

Marże są autorską ścieżką normalizacji, nie guidance. Wzrost marży grupy wynika z odbudowy segmentów i miksu, a nie z jednorazowego cięcia kosztów. W scenariuszu ostrożnym każda główna grupa ma marżę niższą o 2 pp od bazy.

Podatek cash w FCFF wynosi 28% recurring EBIT w bazie. Historyczny effective tax bywa wyższy i zmienny; scenariusze używają 27-29%.

Źródła: [S01] · [S03] · [S04] | prognozy: autor

18. FCFF: FY2027E-FY2031E

mln EUR	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Przychody	83 439	86 986	90 454	93 818	97 054
Recurring EBIT	18 348	19 326	20 301	21 270	22 225
Podatek od EBIT	5 137	5 411	5 684	5 956	6 223
NOPAT	13 211	13 914	14 617	15 314	16 002
D&A bez ROU	3 087	3 170	3 246	3 315	3 375
Operating capex	4 589	4 688	4 774	4 847	4 907
ROU depreciation	3 254	3 344	3 427	3 503	3 569
Lease principal	3 087	3 180	3 266	3 346	3 418
Working capital	541	532	520	505	485
Reinwestycja netto	1 876	1 885	1 887	1 881	1 866
FCFF	11 335	12 029	12 730	13 434	14 136
PV FCFF	10 785	10 646	10 481	10 289	10 072

Parametr	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Wzrost	4,5%	4,3%	4,0%	3,7%	3,4%
Marża recurring	22,0%	22,2%	22,4%	22,7%	22,9%
Tax	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Terminal blend	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Czas PV	0,69	1,69	2,69	3,69	4,69

FCFF = NOPAT - reinwestycja netto. Reinwestycja surowa = capex - D&A; bez ROU + lease principal - ROU depreciation + przyrost working capital. W ostatnich trzech latach jest płynnie zbieżna do g/ROIC.

Wszystkie wartości pochodzą z model-results.json; cash flow jest dyskontowany na 30 czerwca danego roku.

19. FCFF: FY2032E-FY2036E

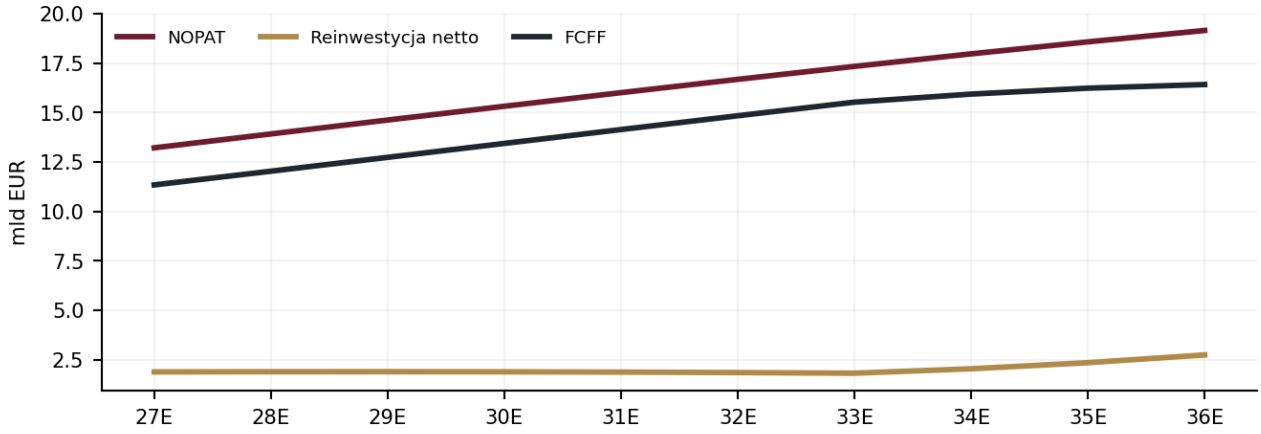
mln EUR	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
Przychody	100 139	103 047	105 758	108 248	110 498
Recurring EBIT	23 161	24 072	24 952	25 794	26 594
Podatek od EBIT	6 485	6 740	6 986	7 222	7 446
NOPAT	16 676	17 332	17 965	18 572	19 148
D&A bez ROU	3 427	3 469	3 502	3 524	3 536
Operating capex	4 951	4 981	4 994	4 991	4 972
ROU depreciation	3 627	3 675	3 713	3 741	3 757
Lease principal	3 483	3 538	3 584	3 620	3 646
Working capital	463	436	407	374	338
Reinwestycja netto	1 842	1 810	2 035	2 342	2 735
FCFF	14 833	15 521	15 930	16 230	16 412
PV FCFF	9 830	9 569	9 136	8 659	8 144

Parametr	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
Wzrost	3,2%	2,9%	2,6%	2,4%	2,1%
Marża recurring	23,1%	23,4%	23,6%	23,8%	24,1%
Tax	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Terminal blend	0,0%	0,0%	33,3%	66,7%	100,0%
Czas PV	5,69	6,69	7,69	8,69	9,69

FCFF = NOPAT - reinwestycja netto. Reinwestycja surowa = capex - D&A; bez ROU + lease principal - ROU depreciation + przyrost working capital. W ostatnich trzech latach jest płynnie zbieżna do g/ROIC.

Wszystkie wartości pochodzą z model-results.json; cash flow jest dyskontowany na 30 czerwca danego roku.

20. Gotówka, zapasy i leasing



Pozycja	H1 2026	Konwencja modelu
Inventories	24,184 mld EUR	wzrost NWC równy 15% przyrostu revenue
Operating investments	2,061 mld EUR	5,5% revenue w 2027 do 4,5% w 2036
ROU depreciation	1,523 mld EUR	add-back; 3,9% revenue do 3,4%
Lease principal	1,486 mld EUR	odjęcie w FCFF; 3,7% revenue do 3,3%
Lease liabilities	16,261 mld EUR	nie odejmowane w bridge, aby uniknąć double count
Minority commitments	6,416 mld EUR	odejmowane od EV jako roszczenie przed equity

LVMH ma wysokie zapasy ze względów operacyjnych i strategicznych. Proste DCF oparte na EBITDA i capex pomija sezonowość, dojrzewanie alkoholi oraz koszt sklepu. Model oddziela leasing od klasycznego długu i utrzymuje working capital jako koszt wzrostu.

Ryzyko pomiaru

D&A; bez ROU jest proxy, ponieważ sprawozdanie H1 łączy depreciation, amortization i provisions w cash flow. Model nie przypisuje nieujawnionej precyzji. Końcowe lata wymuszają spójność reinwestycji z terminalnym ROIC.

Źródła: [S01] · [S03]

21. WACC: nominalny EUR

Składnik	Wartość	Podstawa
Risk-free	3,42%	10Y Bund 21.10.2026 jako proxy EUR
Mature ERP	4,20%	Damodaran implied ERP 1.10.2026
Beta	0,90	autor; między apparel levered 0,94 i unlevered 0,76
Company risk premium	0,30%	global luxury, Chiny, kreatywność i koncentracja
Cost of equity	7,50%	RF + beta x ERP + premium
Debt spread	1,20%	autor; brak pełnej krzywej obligacji emitenta
Pre-tax cost of debt	4,62%	RF + spread
Market equity	192 357 mln EUR	388,60 x 495,0 mln
Gross financial debt	20 485 mln EUR	30.06.2026; bez leasingu
WACC mechaniczny / użyty	7,10% / 7,50%	konserwatywne zaokrąglenie

Mechaniczny WACC to 7,10%, a baza używa 7,50%. Dodatkowy bufor kompensuje brak własnej regresji beta, brak wyceny obligacji i niepewność geograficzną. Nie jest to rynkowy konsensus.

Francuski OAT nie jest risk-free dla globalnej działalności LVMH. Model używa Bund jako praktycznego proxy EUR, a ryzyko emitenta i biznesu przenosi do beta, ERP i company premium.

Źródła: [S08] · [S09] · [S10] · [S11]

22. Terminal i most EV do equity

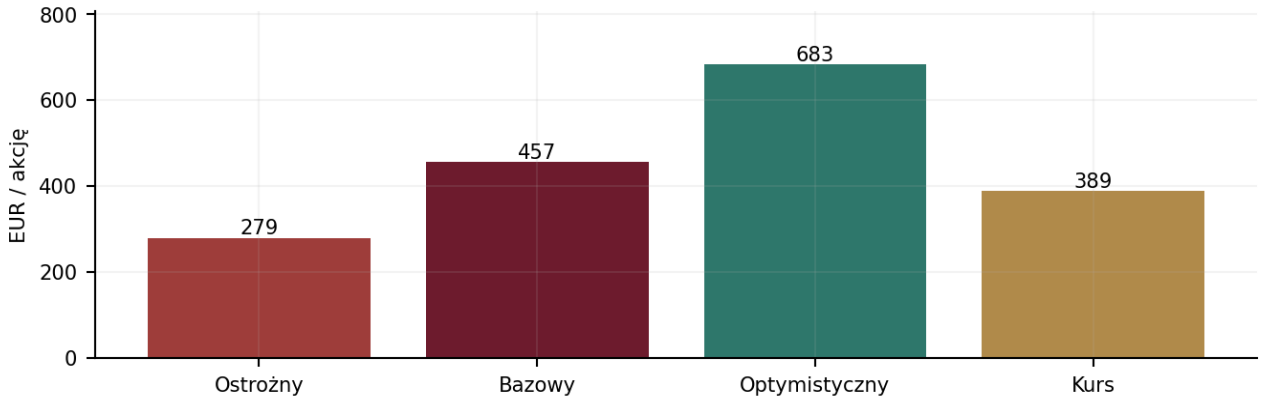
Terminal FY2037E, mln EUR	Wartość
NOPAT	19 531
g / incremental ROIC	2,0% / 14,0%
Reinvestment / NOPAT	14,3%
Reinvestment	2 790
Terminal FCFF	16 740
Terminal value / PV	304 372 / 140 505

Terminal growth 2,0% jest niższy od WACC 7,5%. FCFF w pierwszym roku terminalnym rośnie dokładnie o 2,0% względem FY2036E, a reinwestycja odpowiada g/ROIC. Udział PV terminala wynosi 59,0% EV.

Most, mln EUR	Kwota
PV jawnych FCFF	97 610
PV terminala	140 505
Enterprise value	238 115
Minus net financial debt	8 245
Minus minority purchase commitments	6 416
Minus minority interests	1 599
Plus associates / noncurrent financial assets	3 192
Plus net assets held for sale	1 049
Equity value	226 096
Akcje mln / wartość na akcję	495,0 / 456,76 EUR

Źródła: [S01] | terminal i wycena: autor

23. Trzy scenariusze



Parametr / wynik	Ostrożny	Bazowy	Optymistyczny
WACC	8,7%	7,5%	6,6%
g / terminal ROIC	1,5% / 10,0%	2,0% / 14,0%	2,3% / 18,0%
Growth vs baza	-1,5%	0,0%	1,0%
Marża vs baza	-2,0%	0,0%	1,2%
Tax	29,0%	28,0%	27,0%
FY2036 revenue, mln	95 573	110 498	121 590
FY2036 FCFF, mln	12 674	16 412	19 606
PV terminal / EV	48,7%	59,0%	67,2%
Wartość EUR/akcję	279,38	456,76	683,45
Vs kurs 388,60	-28,1%	17,5%	75,9%

Scenariusz ostrożny łączy słabszy wzrost, niższe marże, wyższy tax i WACC. Optymistyczny wymaga szybszej normalizacji Fashion & Leather Goods, trwałego wzrostu jewelry i Sephora oraz niższego kosztu kapitału.

Przedział nie jest statystycznym confidence interval. Nie obejmuje wszystkich zdarzeń ogonowych, np. trwałej utraty desirability głównej marki, dużej transakcji lub zmiany kontroli.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

24. Wrażliwość WACC / g oraz reverse DCF

WACC \ g	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
6,5%	521,86	541,50	565,69	596,13	635,51
7,0%	473,85	488,26	505,72	527,23	554,32
7,5%	433,37	444,03	456,76	472,19	491,23
8,0%	398,82	406,72	416,06	427,23	440,78
8,5%	368,99	374,84	381,69	389,81	399,54
9,0%	342,99	347,29	352,31	358,20	365,19
9,5%	320,14	323,27	326,90	331,14	336,14

EUR/akcję. Każda komórka przelicza terminalną reinwestycję g/ROIC; reszta parametrów bazy bez zmian.

Trzy osobne rozwiązania kursu 388,60 EUR

Zmienna	Wartość implikowana	Interpretacja
Growth delta	-2,01 pp rocznie	równolegle dla pięciu głównych grup
Margin delta	-3,21 pp	równolegle przez cały horyzont
WACC	8,39%	przy bazowych wzrostach i marżach

Reverse DCF nie ujawnia jednej prawdziwej prognozy rynku. Wiele kombinacji prowadzi do tej samej ceny. Wynik pokazuje, że kurs można objaśnić wyższym dyskontem lub bardziej trwałą słabością operacyjną.

Najważniejsza nieliniowość

Wyższy g zwiększa terminalny NOPAT, ale również wymaganą reinwestycję. Dlatego wpływ g jest mniejszy niż w modelu Gordona, który zakłada darmowy wzrost. Z kolei WACC zmienia wartość wszystkich lat i terminala.

25. Katalizatory, ryzyka i warunki falsyfikacji

Obszar	Sygnał do monitorowania	Wpływ na model
Fashion & Leather Goods	organic growth i przyjęcie nowych kolekcji	growth, marża i terminal ROIC
Chiny	local demand, turystyka, confidence i property	wzrost F&LG, watches i FX mix
Wines & Spirits	wolumen cognac/champagne i zapasy	NWC, marża i cash conversion
Jewelry	Tiffany/Bvlgari growth i margin	dywersyfikacja zysku
Sephora	same-store growth, ekspansja i udział	wzrost kontra capex/leasing
Waluty	reported vs organic growth	przychód w EUR i marża
Stopy	Bund i premia kredytowa	WACC i wartość terminalna
Kapitał	buybacks, dywidenda, M&A i minorities	mianownik i bridge equity

Baza traci wiarygodność, jeśli przez dwa kolejne kwartały Fashion & Leather Goods pozostaje wyraźnie ujemny organicznie, a marża grupy spada poniżej 21% bez szybkiej poprawy. Drugi warunek falsyfikacji to wzrost zapasów szybszy niż sprzedaż przy spadku operating FCF.

Baza zyskuje wiarygodność, jeśli nowa kreatywność przekłada się na dodatni wzrost pełnocenowy, jewelry i Sephora utrzymują momentum, a operating FCF rośnie bez redukcji strategicznego capex.

Najbliższe potwierdzone punkty

LVMH nie opublikował w źródłach wykorzystanych do raportu potwierdzonej daty FY2026 results. Raport nie wymyśla daty katalizatora. Kolejny pełny wynik powinien zaktualizować 2026E, bilans i mianownik akcji.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03]

26. Ograniczenia, kontrole i gotowość

Kontrola modelu	Wynik
Sumy segmentów historycznych	PASS: FY2023-FY2025
FY2026E bridge	PASS: 79 835 mln EUR
Sumy segmentów prognozy	PASS: 10 lat x 3 scenariusze
FCFF identity	PASS: NOPAT - reinwestycja
Lease double count	PASS: ROU add-back i principal outflow; bez długu w bridge
EV i equity bridge	PASS: pełna precyzja
Terminal g < WACC	PASS: wszystkie scenariusze
Terminal g/ROIC continuity	PASS: FY2036 do FY2037
Scenario ordering	PASS: ostrożny < baza < optymistyczny
Terminal share	PASS: baza 59,0%; limit 75%

Status: screen-grade. Model jest audytowalnym, deterministycznym wsparciem wyceny, ale nie pełnym modelem trzech sprawozdań, konsensusem ani banker formula workbook. Brak bieżącego konsensusu, regresji beta, pełnego pro forma po sprzedaży aktywów i krzywej długu emitenta ogranicza gotowość.

Najważniejsze ograniczenia

• Model ma status screen-grade: nie korzysta z konsensusu ani własnej regresji beta; parametry kosztu kapitału są jawnie autorskie.

• Pełny rok 2026 jest estymacją autora opartą na opublikowanych przychodach za dziewięć miesięcy i sprawozdaniu H1; LVMH nie podał liczbowego guidance dla całego roku.

• Bilans pochodzi z 30 czerwca 2026 r.; po tej dacie sprzedano Marc Jacobs i większość aktywów DFS, lecz nie opublikowano pełnego bilansu pro forma.

• Zobowiązania leasingowe traktowane są jako operacyjne: amortyzacja ROU i spłaty kapitału leasingu pozostają w FCFF, a 16,261 mld EUR leasingu nie jest ponownie odejmowane w moście equity.

• Zobowiązania zakupu udziałów mniejszościowych 6,416 mld EUR są odejmowane od EV; ich kwota może zmieniać się wraz z wyceną i kursem walutowym.

• Cena 388,60 EUR jest zamknięciem z 21 października 2026 r.; wszystkie późniejsze notowania i informacje są poza datą odcięcia.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

27. Rejestr źródeł

Każdy link prowadzi do dokumentu lub strony wykorzystanej do faktów. Daty dostępu i lokalizatory umożliwiają ponowne odtworzenie modelu. Prognozy, scenariusze i interpretacje są oznaczone jako praca autora World Market Atlas.

[S01] LVMH 2026 First Half Financial Report | 2026-07-27 | 60 stron; s. 2-25 wyniki, bilans i cash flow; s. 25-54 noty

[S02] LVMH 2026 Q3 Revenue | 2026-10-12 | 9M 2026 i Q3; przychody oraz organic growth wedlug grup biznesowych

[S03] LVMH 2025 Universal Registration Document | 2026-04-01 | FY2023-FY2025; sprawozdania, segmenty, ryzyka, governance i akcje

[S04] LVMH Key Figures | 2026-10-22 | trzyletnie przychody i recurring operating profit; segmenty i wolumeny

[S05] LVMH share information | 2026-10-22 | ticker, ISIN, Euronext Paris, informacje o kapitale i dywidendzie

[S06] FT Markets - LVMH historical price | 2026-10-21 | Euronext Paris; close 388,60 EUR; high 389,85; low 384,45; wolumen 482 914

[S07] Euronext - LVMH FR0000121014 | 2026-10-22 | identyfikacja instrumentu, rynek i komunikaty emitenta

[S08] ECB Euro area yield curves | 2026-10-21 | metodologia spot/par yield dla obligacji strefy euro

Hierarchia dowodowa

Najwyższą wagę mają sprawozdania LVMH i regulated information. Dane ceny są kontrolowane przez identyfikację Euronext i dostawcę historycznych notowań. WACC używa źródeł rynkowych, ale beta, spread i company premium pozostają założeniami autora.

Raport nie korzysta z nieujawnionego feedu instytucjonalnego ani bieżącego konsensusu analityków.

28. Rejestr źródeł: ciąg dalszy

[S09] Germany 10Y government bond - market snapshot | 2026-10-21 | 10Y Bund 3,421%; użyty jako jawny proxy risk-free EUR

[S10] Damodaran - implied equity risk premium | 2026-10-01 | implied ERP 4,20% (adjusted payout)

[S11] Damodaran - sector betas | 2026-01-05 | Apparel beta 0,94; unlevered beta 0,76; model używa 0,90

[S12] MSCI France Index | 2026-09-30 | France w rodzinie Developed Markets Indexes

[S13] Bain-Altagamma 2026 luxury market update | 2026-06-25 | globalny rynek luxury 2025 i perspektywa stabilizacji 2026

[S14] LVMH 2026 First Half Results presentation | 2026-07-27 | 38 stron; segmenty, geografie, marże i cash flow

Pliki odtwarzalności

Warstwa	Plik / funkcja
Inputs	inputs.json: fakty, assumptions, bridge i źródła
Model	model.py: segmenty, FCFF, WACC, terminal, scenarios, reverse DCF
Wyniki	output/model-results.json: pełna precyzja
Kontrole	output/run-log.json oraz output/audit-results.json
Publikacja	metadata.json plus niezmienny PDF i checksum SHA-256

Różnice zaokrągleń w tabelach wynikają z obliczeń na pełnej precyzji. Archiwalny PDF nie powinien być przepisywany jako bieżąca wycena po zmianie ceny lub danych.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.