

Chers investisseurs,

A l'occasion cette lettre, plutôt que de vous présenter une nouvelle entreprise présente dans votre fonds, nous souhaiterions revenir sur un cas sectoriel puisque nombre d'entre vous nous ont interrogé dessus. Il s'agit du secteur du luxe, dont votre fonds détient une position assez importante (22% de votre fonds).

Après une année 2023 exceptionnelle (le secteur a performé de 17% dans l'indice et de 23% dans votre fonds) et un début d'année jusqu'à la mi-mars tout aussi impressionnant (respectivement +13% et +21%), le luxe a connu un fort repli entraînant bon nombre de questionnements quant à sa résilience et sa capacité à être générateur de performance dans le futur.

Avant de rentrer dans des considérations opérationnelles, il convient de rappeler un point essentiel de tout investissement : la création de valeur ne peut se faire et ne se fait que dans la durée. Une fois mesurée la qualité d'une entreprise, seul le temps long permet la fructification de l'investissement au moyen de la composition des intérêts. Il est tout à fait normal, voire sain, que les cours de bourse « respirent » de temps à autre. C'est d'ailleurs pour cette raison que l'ensemble des investisseurs n'a pas les mêmes positions. Et il convient également de rappeler que l'espérance de rendement annuel sur les marchés actions européens est de 7.5% (stxxx600 depuis sa création). Par conséquent, des performances comme celles de 2023 ou du début d'année doivent être considérées comme extra-ordinaires. Il faut en tenir compte dans son analyse afin de pouvoir expliquer les raisons d'un repli momentané du secteur.

La seconde considération d'ordre général vient du fait que le covid a eu un impact extrêmement fort sur le comportement du consommateur et donc sur les résultats des entreprises. Par conséquent, un surplus d'activité a été constaté dans les semestres qui ont suivi et dont nous constatons aujourd'hui une normalisation.

Une fois ces rappels effectués, il convient de mentionner le cas de la Chine qui affecte sensiblement l'activité des entreprises de ce secteur. Nombre d'entre elles ont connu, au cours de la décennie passée, un surcroît de croissance grâce à l'augmentation de la classe moyenne chinoise et à l'explosion de son pouvoir d'achat. Les espoirs de *stimuli* post covid de la part de l'administration chinoise avaient poussé les investisseurs à se positionner massivement sur le secteur. La réalité a été bien différente et, associée à la normalisation de l'activité, a généré une déception lors des publications de résultats de certaines entreprises du luxe.

L'entreprise la plus touchée a été LVMH (avec Christian Dior évidemment) dont les résultats, en hausse de 44% en 2021 et 23% en 2022, sont attendus stables pour 2024. Avec 31% de chiffre d'affaires réalisés en Chine, l'entreprise a été affectée par le ralentissement de la demande chinoise. Mais il faut toutefois remettre les choses dans leur contexte et rappeler que l'entreprise a doublé de taille entre 2020 et 2023 (attendu) et que les résultats sont attendus en hausse de 6.5% en moyenne pour les trois prochaines années.

Les cas d'Hermès et de Brunello Cucinelli sont bien différents dans la mesure où leur clientèle respective est beaucoup moins sujette aux aléas macro-économiques. L'impact chinois a donc été moins important sur ces entreprises, qui ont toutefois souffert « par sympathie » avec le reste du secteur.

Toujours d'un point de vue opérationnel, il convient de noter également qu'en raison d'une demande particulièrement soutenue et de pressions inflationnistes ces trois dernières années, ces entreprises au *pricing power* élevé ont pu augmenter leurs prix (parfois plusieurs fois par an) afin de garantir voire d'améliorer leur rentabilité. Le ralentissement actuel vient aussi du fait que les augmentations des prix sont plus mesurées, la croissance étant aujourd'hui davantage tirée par les volumes.

Un dernier point, plus technique, à noter est que les entreprises françaises de ce secteur ont également pâti de leur poids important au sein du CAC40. Dans un contexte politique particulièrement instable ces derniers mois, de nombreux investisseurs internationaux ont décidé d'alléger sensiblement leurs positions sur la France, entraînant une vente des indices qui a pesé sur ces titres.

Voici donc les raisons macro et micro-économiques au cœur du ralentissement boursier du secteur. Toutefois le positionnement sans égal et la qualité intrinsèque de ces entreprises nous confortent dans notre sentiment que le meilleur est encore à venir. L'annonce récente par le gouvernement chinois de mesures de soutien à l'économie va dans ce sens. Patience et longueur de temps sont, une fois de plus, la clé de la création de valeur à moyen et long terme.

Gérant
Louis PUGA

