

2024, la fin du « super cycle » pour le luxe ?

Mars 2024



Adrien HENRY
Analyste (*)



Cette analyse a été rédigée par la Recherche actions de Kepler Cheuvreux sur la base de données financière et/ou conjoncturelles valables à la date de publication et émanant de sources extérieures aux réseaux BPCE qui ne saurait en garantir l'exhaustivité ou l'exactitude. Elle ne peut être assimilée à une incitation ou recommandation à investir. Nous vous rappelons qu'investir en actions, directement ou via des fonds en actions, n'offre aucune garantie de capital. Vous devez donc être prêt à accepter les fluctuations des marchés boursiers et le risque lié de perte de tout ou partie de l'épargne investie. Veuillez consulter les mentions réglementaires importantes à la fin de l'article.

Face au ralentissement macroéconomique en Occident (notamment en Europe) et à une reprise toujours timide de l'économie chinoise, le luxe n'a pas été épargné en Bourse par les investisseurs l'année dernière. Maintenant que la saison des publications de résultats 2023 est terminée, nous faisons le point sur nos perspectives pour le secteur en 2024 et plus particulièrement sur les caractéristiques qui nous semblent appropriées pour analyser le domaine du luxe.



Historiquement, **le secteur du luxe a toujours eu une « prédominance française »**. Leader mondial du secteur, LVMH en est un parfait exemple, le titre pesant d'ailleurs plus de 15% dans la pondération du CAC 40 (Euronext, mars 2024), devant ses concurrents Hermès (9%), L'Oréal (9%) et Kering (2%).

En attendant, la performance du CAC 40 a été affaiblie en 2023 par la baisse des valeurs du luxe. Même si un rebond a été visible depuis le début de l'année, nous préférons nous montrer sélectifs dans le choix des valeurs.

En effet, plusieurs vents contraires, comme le ralentissement économique en Occident et la timide croissance de l'économie chinoise, nous font penser que les performances opérationnelles de la période 2019-23 ne seront pas réitérables en 2024. Cette interprétation sera selon nous particulièrement valable pour la rentabilité, les marges de la plupart des groupes du secteur ayant atteint des niveaux historiques l'année dernière grâce à l'inflation. Dans ce contexte, **nous privilégions des acteurs avec des marques dites « absolues » et des produits intemporels**, dont l'activité devrait faire preuve d'une plus grande résilience dans un environnement moins favorable cette année.

Nous aborderons ainsi 3 valeurs dans cet article : **LVMH, Hermès et Kering**.

Moins d'optimisme pour le secteur du luxe en 2024

2024 devrait correspondre à la fin du « super cycle » pour l'industrie du luxe post-pandémie, caractérisé par une forte croissance des ventes (+10%/an en moyenne) et une appréciation continue des marges. Cette année devrait effectivement marquer le retour à des chiffres moins soutenus, après une accélération de la croissance inédite des résultats du luxe sur 2019-23.

Ce ralentissement est dû à plusieurs éléments :

→ **Le rebond de la demande est décevant pour le moment en Chine**, malgré une base de comparaison favorable (faible consommation en 2023). L'environnement économique reste compliqué en 2024 et nous ne pensons pas qu'une légère amélioration des ventes sera suffisante pour soutenir le secteur.

→ La tendance de **consommation des produits de luxe s'est récemment détériorée en Europe et aux Etats-Unis**. Comme 2023 a été une bonne année pour ces régions, la croissance des ventes risque de ralentir, en particulier en Europe où les perspectives économiques risquent d'être très faibles.

→ **La progression des marges commence à s'inverser** dans le sillage de la fin des hausses de prix liée à une forte inflation, ce qui laisse penser que le secteur a atteint un pic de rentabilité en 2023.

→ **Les flux touristiques**, notamment en provenance de Chine, ne sont pas encore revenus au niveau pré-COVID (en particulier en Europe).

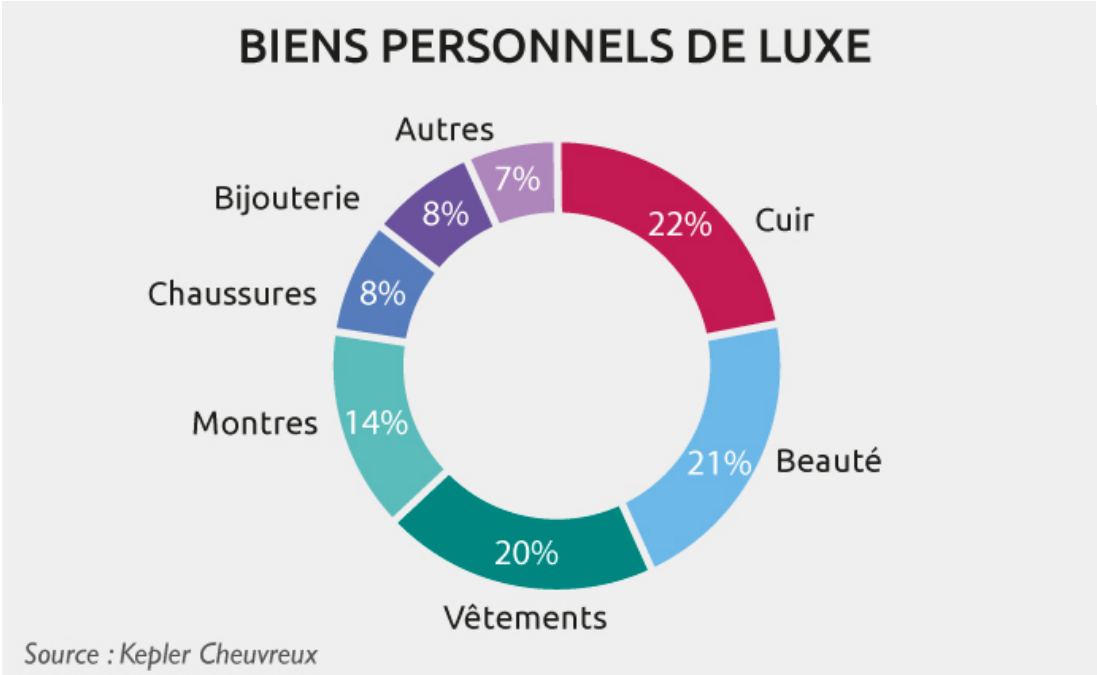
Dans ce contexte, **la croissance des résultats de l'industrie du luxe devrait être plus faible en 2024**. Nous visons une progression de 5% au global pour l'ensemble du secteur, un niveau bien en dessous des standards atteints pendant la pandémie (+18%/an en moyenne sur 2019-23) et même pré-pandémie (+12% sur 2015-19) (source Kepler Cheuvreux).

Côté valorisation, avec le rebond récent des valeurs du luxe en bourse, la prime du secteur a continué de gonfler par rapport à sa moyenne enregistrée sur la période 2014-23. Cet écart important de valorisation n'est plus justifié aujourd'hui selon nous, car les perspectives de croissance de résultats des groupes du luxe risquent d'être moins élevées en 2024.

Privilégier des groupes avec des marques « absolues »

Un peu comme un portefeuille d'actions, **nous pensons qu'il est important de privilégier un groupe bien diversifié au niveau de ses activités et de son exposition géographique**. Cette stratégie permettra d'atténuer le risque lié à une catégorie de produits ou une zone spécifique. Les groupes trop exposés à la Chine (~40% du CA) sont par exemple plutôt écartés par les investisseurs dans le contexte actuel.

En termes de catégories de produits, les biens personnels de luxe représentent presque 25% des dépenses globales du secteur en 2022 (selon Altagamma et Bain Company, 2023), derrière les véhicules de luxe (48%). Au sein des biens personnels de luxe, plus de la moitié des revenus sont répartis presque équitablement entre les produits liés au cuir (22%), à la beauté (21%) et aux vêtements (20%).



Un portefeuille de marques réparti sur différentes classes de produits permet de mieux amortir l’impact de certains évènements. Par exemple, au cours de la pandémie, la demande de produits de beauté a été affectée par l’obligation du port du masque alors que les autres catégories ont moins souffert des restrictions sanitaires. Pour illustrer nos propos, **la performance en Bourse de Hermès (+30%) a été presque deux fois supérieure à celle de L’Oréal (+17%) en 2020.**

Par ailleurs, face aux incertitudes économiques actuelles, **il nous semble important de privilégier des groupes bénéficiant d’une ou plusieurs marques dites « absolues ».** Les ventes de ces marques bénéficient d’une bien meilleure résilience lors des périodes de ralentissement économique, car elles profitent : 1) d’une clientèle haut de gamme, voire très haut de gamme ; 2) de produits iconiques, qui ne sont pas sujets aux variations des tendances de mode ; 3) d’une production et de stocks limités, entretenant la désirabilité du produit ; 4) d’un fort pouvoir de fixation des prix et 5) d’un niveau de rentabilité souvent supérieur à la moyenne du secteur.

A l’inverse, les marques dites « aspirationnelles » ou « accessibles » seront davantage vulnérables aux fluctuations économiques et aux tendances de mode. Avec un panel de clients beaucoup plus large, les variations de prix ou de volumes peuvent également davantage fluctuer sur les ventes.

Vous pouvez retrouver ci-dessous notre répartition des marques du secteur selon les 3 types de classification. (Les pourcentages à droite sont liés à la part de marché de chacune des catégories au sein des biens personnels de luxe)



Nos recommandations : favoriser des acteurs forts

Hermès, opinion Positive (à date de l'article) : L'excellence à un prix !

Nous pensons que Hermès est une exception au sein du luxe, car c’est **le parfait exemple d'un groupe défensif qui offre des perspectives de croissance stables dans le temps** et qui est peu affecté par les crises. Son profil de valeur refuge explique en grande partie la prime de valorisation du titre par rapport au secteur et au marché en général. Déclinée en différentes catégories de produits, la marque Hermès jouit d’un profil « absolue », grâce à un phénomène de forte désirabilité et à une clientèle haut de gamme, associée à des capacités de production limitées, ce qui nous semble parfaitement adapté à l’environnement économique actuel.

LVMH, opinion Neutre (à date de l'article) : Un groupe trop diversifié

Nous pensons que même si LVMH a bien terminé 2023, cette situation ne se traduira pas forcément par une bonne année 2024. La détérioration de l’environnement macroéconomique, notamment en Europe, risque effectivement de peser sur les dépenses de produits de luxe. De plus, après avoir passé des hausses de prix à plusieurs reprises en 2022-23, LVMH aura une marge de manœuvre plus limitée cette année, car des hausses trop importantes pourraient affecter davantage la demande. Malgré sa marque « absolue » Christian Dior, l’activité globale groupe est très diversifiée (peut-être trop) à travers un portefeuille de plus de 75 marques (tous produits confondus). **Nous ne pensons pas que le groupe soit à l’abri d’un ralentissement généralisé du secteur** alors que les attentes des investisseurs intègrent toujours un scénario selon nous trop optimiste pour 2024.

Kering , opinion Neutre (à date de l'article) : 2024, une année de transition

Kering continue de pâtir de sa forte exposition à Gucci (60% de la valeur de Kering en 2023, Kepler Cheuvreux), car la marque est en phase de transition depuis 2023, après le changement de son directeur artistique. De plus, le profil de la marque est selon nous « aspirationnel » et donc très relié aux fluctuations de la mode, avec une clientèle plus large. 2024 sera très certainement la dernière année de contraction des marges, qui devraient atteindre un seuil plancher au cours des prochains trimestres. **Dans ce contexte, même si la valorisation de Kering est basse, nous pensons qu’il est encore trop pour revenir sur le titre car la visibilité à court terme reste limitée.** L’environnement actuel pourrait en effet peser davantage sur le redressement de Gucci.

- Pour retrouver tous les détails sur ces valeurs, nous vous invitons à vous rendre sur votre espace bourse, et de consulter l’onglet « Opinion Kepler » de votre fiche valeur.
- Retrouvez aussi sur votre espace en ligne les dernières publications du Magazine de la bourse.
- Si vous ne disposez pas d’un accès à l’espace bourse, nous vous invitons à contacter votre conseiller.

(*) Adrien HENRY est responsable de la Recherche dédiée aux Banques de détail. Au sein d’une équipe de 4 personnes, il est responsable de plusieurs secteurs d’activité comme la Technologie, les Télécoms, le Luxe, les Médias ou encore l’Immobilier. Il a intégré Kepler Cheuvreux en juin 2017, après avoir occupé la fonction d’analyste au sein des départements de Recherche Actions du Crédit Mutuel CIC et de Natixis. Adrien est diplômé du MSc Financial Markets and Investments (FMI) de Skema Business School et d’un bachelor en Finance de la London South Bank University.

Avertissements spécifiques et communications importantes:

Sauf indication contraire, les cours de bourses sont les cours de clôture à la date indiquée sur l’Article ou la Fiche Valeur ou sur les tableaux. Les informations figurant dans les Articles et Fiches Valeurs ont été obtenues à partir de différentes sources accessibles au public qui sont jugées fiables mais elles n’ont pas fait l’objet d’une vérification indépendante par Kepler Cheuvreux. **KEPLER CHEUVREUX ne garantit pas et ne saurait être tenu responsable de l'exhaustivité ni de l'exactitude de ces informations**, sans préjudice toutefois de toute disposition légale applicable.

Cette publication à destination de la clientèle grand public est un résumé succinct basé sur un ou plusieurs rapports de recherche préparés par KEPLER CHEUVREUX et ne prétend pas contenir toutes les informations disponibles sur les thèmes abordés. Ces rapports d’origine peuvent avoir été rendus publics par KEPLER CHEUVREUX avant diffusion de cette publication. **Des informations supplémentaires peuvent être disponibles sur demande** (notamment sur les rapports d’origine ainsi que sur les modèles propriétaires utilisés lorsqu’il en a été fait usage). **Cette publication est uniquement fournie à titre d’information** et ne doit pas être considérée comme une offre ou une recommandation en vue de la souscription, de l’achat ou de la vente de titres, ni comme une invitation, une incitation ou une intermédiation en vue de la vente, de la souscription ou de l’achat de titres, ou de la participation à toute autre opération. **Les axes d’investissements mentionnés dans cette publication peuvent ne pas être adaptés à tous les lecteurs.** Il est recommandé aux lecteurs de baser leurs décisions d’investissement sur leurs propres recherches s’ils le jugent nécessaire.

Toute perte ou autre conséquence découlant de l’utilisation du contenu des publications de KEPLER CHEUVREUX (Articles ou Fiches Valeurs ou tout autre document) relèvera de la responsabilité exclusive de l’investisseur et KEPLER CHEUVREUX ne saurait être tenu responsable pour toute perte ou conséquence de ce type. En cas de doute concernant un investissement, il est recommandé aux lecteurs de contacter leurs propres conseillers financier, juridique et/ou fiscal pour obtenir des conseils sur la pertinence de tout investissement. Certains des investissements mentionnés dans les Articles ou Fiches Valeurs peuvent ne pas être liquides à court terme. Il peut donc être difficile de vendre ces investissements. La performance passée ne préjuge pas de la performance future d’un investissement. **La valeur d’un investissement et le revenu qui en découle peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant investi.** Certains des investissements évoqués dans les **Articles ou Fiches Valeurs** peuvent afficher un niveau de volatilité élevé. Les marches actions peuvent connaître des baisses de valeur soudaines et importantes pouvant se traduire par des pertes. **Acheter des actions comporte un risque de perte du capital. Le capital initialement investi ne bénéficie d'aucune garantie et peut être perdu dans sa totalité.** Les investissements à l’étranger comportent des risques associés aux incertitudes politiques et économiques dans des pays étrangers ainsi qu’au risque de change. Dans la mesure autorisée par la législation applicable, **aucune responsabilité ne sera acceptée pour toute perte ou tout dommage, coût ou préjudice direct(e) ou indirect(e) découlant de l’utilisation des Articles ou Fiches Valeurs et de leur contenu. Les opinions, prévisions, projections ou estimations contenues dans cette étude sont celles de l’auteur qui agit avec un niveau d’expertise élevé. Elles reflètent uniquement les opinions de l’auteur à la date de cette publication et peuvent être modifiées sans préavis. KEPLER CHEUVREUX n’est pas tenu d’actualiser, de modifier ou d’amender les Articles ou Fiches Valeurs** ni d’informer ses lecteurs si l’une des questions, opinions, projections, prévisions ou estimations contenues dans ces

Articles ou Fiches Valeurs venait à changer ou devenait inexacte, ou en cas d’arrêt de la couverture d’une société concernée par une Fiche Valeur. **Les analyses, opinions, projections, prévisions et estimations exprimées dans cette publication n’ont aucunement été affectées ou influencées par l’émetteur.** Le ou les auteurs des **Articles ou Fiches Valeurs** bénéficie(nt) financièrement du succès global de KEPLER CHEUVREUX.

Informations concernant les analystes : La fonction de la ou des personne(s) chargée(s) des opinions contenues dans le présent rapport est Analyste Financier, sauf indication contraire sur les Articles ou Fiches Valeurs. **Certification des Analystes** : le ou les Analyste(s) Financier(s) dont les noms figurent en première page de cette étude et qui sont principalement responsables de la préparation et du contenu de l’ensemble ou de certaines parties identifiées de cette étude certifient par la présente que toutes les opinions exprimées dans cette étude concernant chaque émetteur ou titre, ou toute partie identifiée de l’étude concernant un émetteur ou un titre couvert ici par l’analyste en recherche reflètent ses (leurs) opinions personnelles concernant ces émetteurs ou titres. **Chaque Analyste Financier certifie également qu’aucune partie de sa rémunération n’est ou ne sera associée, directement ou indirectement, aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par lui dans les Articles ou Fiches Valeurs. Chaque Analyste Financier certifie qu’il agit de manière indépendante et impartiale vis-à-vis des actionnaires et dirigeants de KEPLER CHEUVREUX et qu’il n’est affecté par les éventuels conflits d’intérêts qui pourraient survenir dans le cadre des activités de KEPLER CHEUVREUX. La rémunération des analystes est toutefois déterminée en fonction de la performance économique globale de KEPLER CHEUVREUX.** Enregistrement des Analystes non américains : Sauf indication contraire, les analystes non américains dont le nom figure en couverture des rapports sont des employés de KEPLER CHEUVREUX, société affiliée non américaine et société mère de Kepler Capital Markets, Inc., négociant-courtier enregistré auprès de la SEC et membre de la FINRA. Les Analystes en recherche employés par KEPLER CHEUVREUX ne sont pas enregistrés/certifiés en tant qu’analystes selon les règles de la FINRA/NYSE, ne peuvent être des personnes associées à Kepler Capital Markets, Inc.

Mesures organisationnelles et administratives pour la prévention et la gestion des conflits d’intérêts: **KEPLER CHEUVREUX a mis en place des procédures écrites conçues pour identifier et gérer les conflits d’intérêts qui pourraient découler de son activité de recherche. Afin d’obtenir plus de détails sur le sujet, nous vous invitons à consulter https://www.keplercheuvreux.com/About_Us/ConflictOfInterest.aspx.** Les analystes et autres employés de KEPLER CHEUVREUX participant à la publication et à la diffusion de rapports de recherche **travaillent indépendamment de la division de banque d’investissement de KEPLER CHEUVREUX. Des barrières à l’information ainsi que des procédures ont été mises en place** entre les analystes et le personnel chargé de la négociation des titres pour le compte de KEPLER CHEUVREUX ou de ses clients afin de s’assurer que les informations susceptibles d’influer sur les cours soient traitées conformément aux lois et réglementations applicables. KEPLER CHEUVREUX ses filiales et ses partenaires (UniCredit Bank AG et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Coöperatieve Rabobank U.A, Swedbank AB., Belfius), peuvent procéder à des transactions sur les instruments financiers mentionnés dans ce document pour leur propre compte ou pour celui de tiers, peuvent détenir des participations dans les sociétés émettrices de ces instruments financiers ou toute société de leur groupe, peuvent effectuer ou chercher à effectuer des opérations sur des instruments financiers, des opérations de banque, d’investissement ou tout autre service pour les sociétés émettrices ou les sociétés de leur groupe. KEPLER CHEUVREUX prévoit dans sa politique de ne pas informer l’émetteur de la recommandation avant publication et diffusion du rapport. Toutefois, il est possible que ce document ou certaines sections de ce document, excluant la recommandation, l’objectif de cours et tout autre élément de valorisation, ait été soumis à l’émetteur pour vérification factuelle. **Nous vous invitons à consulter www.keplercheuvreux.com pour de plus amples informations en matière de gestion de l’analyse financière et des conflits d’intérêts ainsi que www.research.keplercheuvreux.com afin d’accéder à la liste détaillée de nos conflits d’intérêts et l’historique de recommandations sur les 12 derniers mois.**

Définition de la méthodologie des recommandations: Le système de recommandation de KEPLER CHEUVREUX comporte trois opinions: Positive, Neutre, Prudente. L’opinion Positive correspond à un potentiel d’appréciation, en termes absolus, d’au moins 10% sur 12 mois. L’opinion Neutre correspond à un potentiel d’appréciation inférieure à 10%, en termes absolus. L’opinion Prudente correspond à une baisse anticipée du cours du titre. Des objectifs de cours sont définis pour tous les titres couverts sur la base des perspectives à 12 mois. Les opinions et les valorisations des actions sont formulées en termes absolus et non par rapport à un indice de référence. L’opinion Suspendue correspond aux cas où KEPLER CHEUVREUX n’émet pas d’opinion lorsque l’un de ses partenaires, dans le cadre des accords de coopération conclus, agit en tant que conseiller dans le cadre d’une opération stratégique impliquant la société émettrice concernée, ou dans certains autres cas, tels que le départ d’un analyste. L’opinion Accepter l’offre est émise dans les cas d’une acquisition partielle ou totale ou pour toute autre opération de même nature et pour laquelle nous considérons que l’offre de prix correspond à la valorisation des actions. L’opinion Refuser l’offre est émise dans les cas d’une acquisition partielle ou totale ou pour toute autre opération de même nature et pour laquelle nous considérons que l’offre de prix ne correspond pas à la valorisation des actions. Dans la mesure où des objectifs de cours sont indiqués, ceux-ci sont fondés sur une ou plusieurs des méthodes suivantes : actualisation de cash-flows futurs, valorisation par somme des parties, et comparaison boursière. La politique de recherche actions de KEPLER CHEUVREUX est de mettre à jour les recommandations dès que cela est approprié au regard de nouveaux éléments, d’événements de marché ou de toute autre information pouvant avoir un impact selon l’opinion de l’analyste.

Informations juridiques et avertissements spécifiques : Sauf interprétation contraire imposée par le contexte, « KEPLER CHEUVREUX » désigne Kepler Cheuvreux et ses sociétés affiliées, filiales et entreprises associées. **KEPLER CHEUVREUX est agréé et réglementé par l’Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et par l’Autorité des Marchés Financiers.** Informations nationales et régionales: Les lois et réglementations dans certains pays peuvent restreindre la distribution du présent rapport. Les personnes en possession de ce document doivent s’informer des éventuelles restrictions juridiques et les respecter le cas échéant.

A TOUTES FINS UTILES, IL EST RAPPELE QUE L’ETUDE EST EXCLUSIVEMENT DESTINEE AUX RESIDENTS FRANÇAIS. SI, TOUTEFOIS, UN NON-RESIDENT SE TROUVAIT EN POSSESSION DE CE DOCUMENT, IL LUI APPARTIENDRAIT DE S’INFORMER ET DE SE CONFORMER A TOUTE RESTRICTION QUI LUI SERAIT APPLICABLE. EN ACCEPTANT CETTE ETUDE, VOUS RECONNAISSEZ ETRE ENGAGE PAR LES DISPOSITIONS QUI PRECEDENT. **Toute reproduction totale ou partielle est interdite.**

Conditions d’utilisation

Ce document est diffusé en France pour information uniquement aux clients de la Banque Populaire résidant en France et ne constitue pas une offre ni la sollicitation d'une offre de services financiers ou de conseil rendus par la Banque Populaire. Il ne peut être assimilé à une incitation ou recommandation à investir ou à opérer sur les valeurs ou marchés visés dans ce document. Ce document n'est pas assimilable à un service de conseil en investissements et ne saurait se substituer à un conseil personnalisé rendu par un professionnel compétent, pour vérifier notamment l'adéquation d'une éventuelle transaction avec les objectifs, besoins, horizon de placement, appétence au risque ainsi que l'expérience et la connaissance sur les marchés financiers de l'investisseur. Les informations contenues dans ce document sont données à titre purement indicatif. Ce document a été réalisé à partir de sources jugées fiables par leur auteur. Les opinions exprimées sont celles de leur auteur et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. LES DONNÉES RELATIVES AUX PERFORMANCES PASSÉES ONT TRAIT À DES PÉRIODES PASSÉES ET NE SONT PAS UN INDICATEUR FIABLE DES RÉSULTATS FUTURS. CECI EST VALABLE ÉGALEMENT POUR CE QUI EST DES DONNÉES HISTORIQUES DE MARCHÉ. La responsabilité de la Banque Populaire ne pourra en aucun cas être engagée du fait de l'utilisation des informations contenues dans ce document et des conséquences de toute décision prise sur la base des informations, données et analyses présentes dans ce document. Les investisseurs sont informés que tout investissement dans des valeurs ou des marchés présente des risques : un tel investissement est par nature volatil, expose l'investisseur aux risques du marché et est susceptible de résulter en une perte (pouvant être totale) du capital investi.

© copyright