



August 2024

# CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Wir sind ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen Anbietern weltweit mit einer globalen Produktpalette im Bereich Quality Aktien. Unsere monatliche Publikation, Corporate Excellence Insights, enthält einen kurzen Marktüberblick sowie unsere Meinung zu ausgewählten Trends und Ereignissen, welche das Anlageverhalten längerfristig beeinflussen werden.

## MARKT UPDATE: SCHWANKENDE PERFORMANCE IM JULI

Im Juli 2024 stieg der MSCI World Index um 1.2%, wobei die Märkte in den USA und Europa Zuwächse von 1.1% bzw. 0.9% verzeichneten. Nachdem globale Aktien Höchstwerte erreicht hatten, kam es zu einer Korrekturphase. Dieser Rückgang wurde von den „Glorreichen Sieben“ angeführt, da eine Marktkorrektur und positive US-Inflationsdaten das Interesse von den grossen Technologiewerten hin zu Small Caps verschoben. Der S&P 500 erzielte nur moderate Gewinne, da die Begeisterung der Anleger für KI-Aktien nachliess.

### 8.8%

**RUSSELL 2000 INDEX ÜBERTRAF DEN S&P 500 IM JULI UM 8.8%**

Im Vergleich zum S&P 500 verzeichnete der Russell 2000 seine beste Performance seit Februar 2000. Dieser Anstieg zeigt die jüngste Marktrotation, da die Anleger ihren Schwerpunkt von grosskapitalisierten Wachstumswerten auf kleinere, unterbewertete Unternehmen verlagerten.

### USD 5.1 Mrd.

**SIXTH STREET VEREINBART DEN KAUF DER ENSTAR GRUPPE FÜR USD 5.1 MRD.**

Dies ist die zweitgrösste von Private Equity finanzierte Versicherungstransaktion des Jahres. Enstar hat sich darauf spezialisiert, Risikomanagement für andere Versicherer zu übernehmen, indem es ältere Versicherungspolizen, insbesondere aus dem Unfallbereich, erwirbt oder rückversichert.

### -0.2%

**SÜDKOREAS WIRTSCHAFT SCHRUMPTE IM 2. QUARTAL UM 0.2%**

Nach einem unerwartet starken Jahresbeginn hat die südkoreanische Wirtschaft laut der Bank of Korea eine Kehrtwende gemacht. Anstelle des erhofften Wachstums von 0,1 % musste die Wirtschaft einen Rückgang hinnehmen, was die Ökonomen enttäuschte und den politischen Entscheidungsträgern neue Herausforderungen bringt, um Investitionen und Konsum zu beleben.



## MONTHLY TOPIC: QUALITÄT IM LUXUSBEREICH

Der Luxussektor gilt als weitgehend konjunkturresistent, und historische Daten stützen diese Einschätzung weitgehend. Angesichts der aktuellen Marktvolatilität und wirtschaftlichen Unsicherheiten ist seine Bedeutung heute wichtiger denn je. Doch Luxus ist nicht gleich Luxus, und nicht jede Premium-Marke eignet sich als langfristige Investition. Ein Blick auf die Renditen der letzten 10 Jahre zeigt, dass dieser Sektor alles andere als homogen ist.

Ein zentrales Merkmal, bei dem sich Gewinner von Verlierern im Luxussektor unterscheiden, ist die Qualität des Geschäftsmodells oder das Fehlen eines soliden Modells. Die Art und Weise, wie Unternehmen ihre Marken- und Marktpositionierung gestalten und ihr Hauptpublikum auswählen, variiert häufig stark zwischen den beiden Clustern. Die Auswirkungen dieser Entscheidungen zeigen sich deutlich in der operativen Leistung der Luxusaktien.

Wenn es um die Markenpositionierung geht, zeichnen sich alle Qualitäts-Luxusunternehmen durch eine unerschütterliche Integrität aus, die über Jahrzehnte hinweg Bestand hat. Unabhängig davon, ob es sich um weichen oder harten Luxus handelt, ist die Aura, die sie um ihre Marken geschaffen haben, ebenfalls sehr ähnlich – geprägt von Erbe, Zeitlosigkeit, „old money“ und Exklusivität.

Auf der anderen Seite haben Marken, die ihre Kernidentität nicht bewahren konnten, zunehmend an Boden verloren. Dies gilt besonders für Luxusmode-Marken, die stark auf saisonale Trends und designergetriebene Ästhetik setzen, um mit den schnellen Veränderungen der Verbraucherpräferenzen Schritt zu halten und relevant zu bleiben.



# Geblendet vom Schein oder die Entdeckung des wahren Glanzes?

## Es ist nicht alles Gold, was glänzt

Der Luxussektor gilt als weitgehend konjunkturresistent, und historische Daten stützen diese Einschätzung weitgehend. Das Geheimnis dieser Widerstandsfähigkeit liegt in der Zielgruppe der vermögenden Privatpersonen, die über die finanziellen Mittel verfügen, um ihre Konsumgewohnheiten unabhängig von der wirtschaftlichen Lage aufrechtzuerhalten. Diese Verbraucher investieren weiterhin in hochwertige Güter wie seltene Uhren, Ledertaschen und Schmuck, die oft als Wertanlagen betrachtet werden. Dies ist zumindest das allgemein verbreitete Narrativ. Angesichts der aktuellen Marktvolatilität und wirtschaftlichen Unsicherheiten ist die Relevanz des Luxusbereichs heute grösser denn je. Doch Luxus ist nicht gleich Luxus, und nicht jede hochwertige Marke stellt eine gute langfristige Investition dar, auch wenn dies oft so erscheint. Wie kann man also differenzieren und die richtigen Entscheidungen treffen?

## Narregold oder warum Qualität wichtig ist

In den Indizes S&P 500 und Stoxx 600 gibt es insgesamt zwölf Unternehmen im Bereich langlebige Konsumgüter und Bekleidung, die als High-End-Unternehmen eingestuft werden können. Da die USA im Luxusgütersegment ein jüngeres Erbe haben, sind sie nur durch zwei Unternehmen vertreten: Ralph Lauren und Tapestry, dem Eigentümer der Marken Coach und Kate Spade. Eine Analyse der Renditen dieser Unternehmen in den letzten 10 Jahren zeigt, dass der Bereich alles andere als homogen ist. Die Performance-Unterschiede zwischen den Spitzenreitern und den Nachzüglern sind so gravierend, dass sie beeindruckend sind (vgl. Abbildung 1). Ein zentrales Merkmal, das Gewinner von Verlierern unterscheidet, ist die Qualität des Geschäftsmodells oder das Fehlen eines solchen. Während Qualitäts-Luxusunternehmen – wie von der Selektionsmethodik von Hérens Quality AM definiert (in der vorliegenden Analyse wurde ausschliesslich auf die fundamentale Qualität geachtet ohne Bewertung; im Gegensatz zu Quality Portfolio-Firmen, bei denen die fundamentale betriebswirtschaftliche Qualität UND die Bewertung stimmen müssen) – in den letzten zehn Jahren eine durchschnittliche Gesamtertragsrendite von 47,2% erzielten, wuchs der MSCI World Luxury Durables and Apparel Index um 170%, und die Nicht-Qualitäts-Luxusunternehmen aus den genannten Indizes verzeichneten lediglich einen Anstieg von 101%.

	Burberry	Richemont	Swatch	Moncler	LVMH	Hermes	Hugo Boss	Dior
3Y	-51.3%	36.0%	-37.4%	5.1%	13.2%	78.6%	-3.6%	3.9%
5Y	-46.4%	92.3%	-26.0%	59.1%	104.4%	249.5%	-24.7%	68.5%
10Y	-21.8%	90.8%	-56.9%	421.2%	567.9%	780.1%	-49.4%	547.9%

	Ralph Lauren	Tapestry	Kering	Brunello Cucinelli	MSCI World Luxury (regardless of valuation)	Quality Luxury (regardless of valuation)	Non-Quality Luxury (regardless of valuation)
3Y	60.2%	8.1%	-49.8%	94.7%	-14.3%	45.5%	-10.0%
5Y	70.8%	56.7%	-27.6%	218.4%	30.0%	144.7%	10.2%
10Y	33.1%	71.0%	183.2%	502.0%	169.9%	472.4%	101.0%

Abbildung 1: Gesamtertragsrendite bis zum 30.06.2024 (EUR)

Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

Es stellt sich die Frage, ob es gemeinsame Merkmale gibt, die Qualitäts- und Nicht-Qualitätsunternehmen in diesem Bereich unterscheiden. Tatsächlich gibt es solche Merkmale. Die beiden wichtigsten und eng miteinander verbundenen Faktoren sind Markenpositionierung und Marktpositionierung. In Bezug auf die Marken-Positionierung zeichnen sich hochwertige Luxusunternehmen durch eine kompromisslose Integrität aus, die über Jahrzehnte hinweg Bestand hat. Unabhängig davon, ob es sich um weichen oder harten Luxus handelt, teilen diese Marken eine ähnliche Aura: Erbe, Zeitlosigkeit, „old money“ und Exklusivität. Ein Paradebeispiel für diese Strategie ist das französische Luxushaus Hermès, bekannt für seine Birkin-Taschen. Hermès hat über die Jahre eine konsequente Strategie verfolgt und sich hartnäckig gegen neue Trends gewehrt, was fast monoton erscheinen mag. Dennoch ist Hermès vielleicht gerade deshalb ein herausragendes Beispiel im Bereich des Qualitätsluxus – die Fähigkeit, durch Wirtschaftszyklen, Gegenwind und verschiedene Krisensituationen hinweg erfolgreich zu navigieren, ist schlichtweg bemerkenswert.

Auf der anderen Seite des Spektrums finden sich Marken, die es nicht geschafft haben, ihre Kernidentität zu bewahren – wie Burberry, Hugo Boss und Gucci (im Besitz von Kering). Ihr Niedergang ereignete sich zu unterschiedlichen Zeiten und aus verschiedenen strategischen Gründen, doch letztlich wurden sie alle durch dasselbe Problem zu Fall gebracht: eine fehlerhafte Markenstrategie und der Verlust einer klaren Identität in den Augen der Verbraucher. In vielen Fällen geschah dies, weil der Drang nach Wachstum so stark war, dass das Risiko einer Abweichung vom Kerngeschäft vernachlässigt wurde. Wobei einzuräumen ist, dass Luxusmode-Marken aus der Perspektive der Marktpositionierung leichter vom Kurs abkommen können als Ultra-Luxusmarken, es sei denn, letztere entscheiden sich bewusst, „trendy“ zu werden, um eine breitere Zielgruppe anzusprechen.

Jedoch kann ein verbreiteter Zugang die Wahrnehmung von Exklusivität verwässern, die für das Aufrechterhalten eines Luxusimages entscheidend ist. Luxusmodemarken sind zudem stark auf saisonale Trends und designergetriebene Ästhetik angewiesen, um mit den sich schnell ändernden Verbraucherpräferenzen Schritt zu halten und relevant zu bleiben. Gucci und Balenciaga, beide Teil von Kering SpA, sind gute Beispiele dafür, wie diese Strategie das Markenimage beschädigen kann. Beide Marken haben vom Phänomen des „Going Viral“ profitiert, was ihre Sichtbarkeit enorm steigerte und besonders die jüngere Generation Z ansprach. Im ersten Halbjahr 2018, als der „Gucci-Gang“-Effekt seinen Höhepunkt erreichte, stammten 55% der Gucci-Verkäufe von Kunden unter 35 Jahren, und der Umsatz der Marke verdoppelte sich beinahe. Als jedoch die maximalistischen, logozentrierten, luxusschreienden Designs aus der Mode kamen, konnte Gucci sich nicht schnell genug anpassen. Dies führte zu einem Rückgang der Umsätze und einem Verlust an Marktanteilen.

Ultra-Luxusmarken bewahren hingegen ein höheres Mass an Exklusivität, indem sie Produktion und Vertrieb bewusst einschränken, um ihre Attraktivität zu erhalten. Sie setzen in der Regel auf zeitloses Design und erstklassige Handwerkskunst, die weniger anfällig für vergängliche Modetrends sind.

## Wohlhabende Privatpersonen versus aufstrebender Mittelstand

Ein weiteres gemeinsames Merkmal von Luxusmarken ist, dass sie zwar aufstrebende Kunden als wichtig für die langfristige Erweiterung ihres Kundenstamms betrachten, ihre Hauptzielgruppe jedoch nach wie vor wohlhabende Privatpersonen (HNWI) bleibt. Dieser Unterschied ist entscheidend, da HNWI im Vergleich zu anspruchsvollen Kunden über deutlich grössere finanzielle Mittel und Kaufkraft verfügen. Daher sind sie weniger preissensitiv und legen mehr Wert auf Qualität und Exklusivität. Ultra-Luxusmarken richten sich daher überwiegend an die obersten 2% der Luxus Konsumenten, die etwa 40% des Luxusumsatzes generieren. Diese sehr wohlhabende Klientel ist weniger anfällig für wirtschaftliche Abschwünge und modische Veränderungen, was zu einer stabileren Nachfrage führt. Es überrascht daher nicht, dass sich diese Stabilität auch in der operativen Leistung der Luxusgüterunternehmen widerspiegelt. Wie Abbildung 2 zeigt, lag das durchschnittliche Umsatzwachstum von Qualitätsluxuswerten in den letzten fünf Geschäftsjahren im niedrigen zweistelligen Bereich, während es bei weniger hochwertigen Werten nur 3,9% betrug. Besonders bemerkenswert ist, dass Luxusgüter im Zeitraum 2014–2023 nur in einem Jahr einen Rückgang beim Umsatzwachstum verzeichneten, während der Medianwert für weniger hochwertige Werte bei vier Jahren liegt.

	Quality Luxury (regardless of valuation)	Non-Quality Luxury (regardless of valuation)
5Y Sales CAGR (2019-2023)	11.6%	3.9%
EBIT Margin (FY 2023)	27.9%	17.5%
Margin expansion (2023 vs 2019)	575 bps	80 bps

Abbildung 2: Durchschnittliche Merkmale von Qualitäts- und Nicht-Qualitäts-Luxusunternehmen (unabhängig von der Bewertung)

Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

## Unterschiedliche Entwicklung in China

In diesem Jahr richtet sich die Aufmerksamkeit der Luxusbranche besonders auf China. Das ist wenig überraschend, denn obwohl der Anteil chinesischer Kunden am weltweiten Luxusumsatz im Vergleich zu den Zeiten vor der Pandemie geschrumpft ist – laut Bain & Company von 35% im Jahr 2019 auf 22-24% im Jahr 2023 – bleibt das Land der bedeutendste Luxusmarkt. Faktoren wie das verschlechterte Konsumklima bei Verbrauchern mit mittleren und hohen Einkommen, ein schwaches Wirtschaftswachstum und die Immobilienkrise haben den Appetit auf Luxus der chinesischen Kunden merklich gedämpft. Zudem nutzen viele den schwachen Yen und strömen nach Japan, was sich in der jüngsten Berichtssaison deutlich gezeigt hat. So berichteten beispielsweise Cie Financière Richemont und LVMH von einem Anstieg von mehr als 50% in der Landeswährung.

Der Gegenwind in China trifft Luxusunternehmen unterschiedlich. Moncler, Hermès und Prada haben gezeigt, dass sie auch in einem schwachen Marktumfeld gut abschneiden können. Im Gegensatz dazu haben Unternehmen wie Kering, Burberry und Hugo Boss so erhebliche Probleme, dass sie gezwungen waren, ihre Jahresprognosen zu senken. Wenn die Marke ihre Qualität bewahrt und der Kern stark bleibt, gestaltet sich das Navigieren durch herausfordernde Märkte – sei es in China oder anderswo – wesentlich einfacher. Deshalb zeigen echte Qualitätsluxusmarken genau das, was von ihnen erwartet wird: Sie bleiben widerstandsfähig und glänzen sowohl in der operativen Leistung als auch in der Rendite.