



## Newsletter n°1

*Dans cette publication, nous souhaitons faire un point sur notre organisation et partager quelques réflexions sur les marchés et les investissements.*

Notre petite société a récemment vu le jour. A travers sa création, nous souhaitons renouer avec une gestion artisanale et aussi libre que possible.

Artisanale rime pour nous avec la priorisation du bon sens, de la réflexion profonde basée sur la recherche de qualité mais aussi avec une certaine ambition d'anticiper les évolutions futures des marchés. Cette approche s'oppose aux tendances du moment de vouloir « industrialiser » la gestion, ces tendances devant permettre de brasser des actifs de plus en plus importants à bas coût. Ladite « industrialisation » peut éventuellement fonctionner sur les marchés calmes et linéaires mais n'est certainement pas adaptée aux environnements volatiles que nous vivons depuis deux ou trois ans. Le régime des marchés est en évolution historique tandis que les « algorithmes industriels » se basent sur ce qui a marché dans le passé.

**Stabiho Investment Partners (SIP)** se veut aussi sans contrainte, ce qui veut dire que nous nous laissons toute liberté lors de la génération d'idées d'investissement. Notre priorité est la recherche des meilleures opportunités de long-terme sans égards à l'indice de référence ou à d'autres restrictions à la mode dont un gérant-artisan ne devrait pas vraiment se préoccuper. Cependant, dans la mesure où certaines de ces restrictions peuvent représenter un risque pour les opérations d'une entreprise, nous en tenons compte lors de notre analyse en vue d'un investissement potentiel.

SIP a pour objectif principal de générer une performance solide dans le long terme et notre seule ambition est d'être à terme considérés comme des spécialistes (très) respectables et respectés des marchés émergents.

Nous intervenons donc sur les bourses des économies émergentes dont nous souhaitons capturer la croissance à travers un portefeuille concentré d'entreprises. Ceci en gardant comme objectif premier la protection du capital. Le focus sur les sociétés défensives et de qualité, sur les valorisations raisonnables et sur les environnements macroéconomiques stables ou en amélioration sont les principaux éléments qui nous permettront de nous prémunir contre les secousses du marché.

Dans ce contexte, nous venons de lancer une sicav de droit français, **Stabiho Emerging Markets (SEM)**. C'est le seul produit que nous souhaitons gérer chez SIP. **SEM** est décliné en cinq classes, toutes en euros et toutes de capitalisation à ce stade. Nous comptons enrichir notre éventail de classes plus tard

afin de rendre l'investissement dans **SEM** aussi confortable que possible pour tous nos futurs clients. Sans entrer dans les détails tarifaires de notre offre, nous nous permettons juste de mentionner que pour nos premiers clients nous avons réservé des conditions de prix très attractives.

Le moment de s'intéresser à nouveau aux **bourses émergentes** n'est peut-être pas mal choisi. En effet, nous constatons avec une certaine surprise la faible exposition des investisseurs aux pays émergents. Seulement 6% des actifs globaux y sont investis, à comparer avec 12% en haut de cycle dernier, en 2011. L'indice MSCI ACWI contient 11% des actifs émergents en ce moment, donc presque deux fois plus qu'un investisseur moyen.

Cette faible pondération en actifs émergents est surprenante pour plusieurs raisons. Réfléchissons « par élimination » tout d'abord. Pourquoi par exemple plébisciter le S&P500 dont les valorisations touchent à nouveau des niveaux historiquement élevés ? Avec un poids de 59% dans MSCI ACWI aujourd'hui, peut-on raisonnablement espérer que la pondération du marché américain augmentera significativement à l'avenir ? Le dollar n'est-il pas plutôt onéreux après une décennie d'appréciation ? Qu'espère donc l'investisseur en actions américaines ? Nous ne comprenons pas...

Quid du marché européen ? Certes, les valorisations y sont plus attractives et les bourses européennes ont du retard par rapport au S&P500. Mais que penser des économies européennes lourdement endettées et embarquées dans un sérieux conflit à leurs frontières les privant d'énergie à prix raisonnable ? Peut-on vraiment considérer que les conditions sont réunies pour que les entreprises européennes fleurissent dans des années à venir ?

Par élimination, notre attention va vers d'autres destinations et **l'Asie** vient naturellement à l'esprit. C'est une zone immense et difficilement généralisable. Nous parlerons de la Chine dans un moment. L'Asie hors Chine se porte bien et, honnêtement, mérite mieux que d'être choisie « par élimination ». La croissance y est solide et les taux d'endettement, deux fois moins élevés que dans les pays développés en moyenne, laissent de la marge aux politiques pour faire face aux situations de stress.

Le Japon est dans une situation différente et loin de nous la volonté de comprendre ce qui se passe dans ce pays fortement complexe. Mais la très bonne performance du marché japonais, performance plutôt inattendue, veut dire que les investisseurs cherchent de nouvelles destinations, où logent des entreprises à valorisations raisonnables et avec un potentiel d'amélioration de leur profitabilité. L'Asie du Sud Est, les marchés émergents plus globalement, regorgent également d'entreprises de ce type, après plus d'une décennie de performances décevantes.

Les critiques vont dire que, certes, il y a eu plus de dix ans de nettoyage de la machine émergente, mais que les réformes de fonds permettant l'amélioration de la productivité n'ont pas eu lieu. Et probablement les critiques n'ont pas totalement tort même si la bonne santé macroéconomique de l'Asie du Sud Est en particulier suggère autre chose. Nous nous permettons tout de même d'attirer votre attention sur quelques changements qui pourraient donner de l'avantage à la productivité des pays émergents et donc de creuser l'écart de croissance avec les pays développés dans les années à venir.

Un marché haussier sur **les matières premières** est probablement devant nous. Même si la demande en provenance de la Chine n'est plus la même, le « sous-investissement » de la dernière décade en énergie (fossile) et en produits de base a été considérable et laisse penser que l'offre ne va pas être suffisante. Trop d'argent a été gaspillé en secteurs de technologie, en transition énergétique mal organisée ou encore en COVID.

Une des conséquences du conflit en Ukraine, **la dédollarisation** d'une partie du monde est une aubaine pour certains pays émergents dont les monnaies locales vont probablement subir moins de pressions baissières. Les monnaies émergentes, qui ont servi comme principale variable d'ajustement lors du nettoyage de ces dix dernières années, sont plutôt bon marché, par ailleurs.

**La relocalisation** de la production en dehors de Chine va favoriser nombre d'économies émergentes telles que le Mexique, le Vietnam, ou l'Asie du Sud Est plus généralement.

Moins de pressions liées au changement climatique dans le monde émergent veut aussi dire un accès plus facile à **l'énergie bon marché** ce qui améliorerait la compétitivité des entreprises émergentes, surtout face à leur équivalentes européennes. In fine, l'économie c'est de l'énergie transformée.

Autant de facteurs qui peuvent modifier les équilibres du moment en faveur du monde émergent.

Parlons de **la Chine** un moment, car c'est un bout sacrément important de l'hémisphère émergent.

Premièrement, il nous semble que la Chine a changé, suite aux agitations américaines. La croissance à tout prix n'est plus d'actualité. C'est la stabilité qui est désormais priorisée afin d'éviter de déstabiliser la machine, déstabilisation qui pourrait être utilisée par l'adversaire. On ne peut donc plus compter sur la Chine pour alimenter la croissance mondiale. Il faut plutôt s'attendre à des relances ponctuelles visant surtout à apaiser les parties insatisfaites de la population et/ou à colmater une brèche dans le système.

Deuxièmement, on parle beaucoup de la délocalisation de la production en dehors de Chine. Certes, c'est un phénomène en cours. Cependant, il nous semble dépourvu de bon sens de penser que qui que ce soit peut remplacer la Chine comme l'usine du monde. Personne ne dispose de l'échelle ou de la logistique pour le faire et il faut saluer le travail phénoménal effectué par la Chine ces quarante dernières années pour rendre le monde dépendant de son appareil productif (les Américains qui ont facilité ce mouvement sentent aujourd'hui qu'ils ont commis une erreur stratégique dictée par les bénéfices à court terme qu'ils en ont tiré). Quiconque a voyagé en Inde, le seul pays de taille suffisante pour concurrencer la Chine, comprend vite que malgré toute la volonté du monde, l'Inde ne pourra pas répliquer le modèle chinois. Vietnam, Indonésie, Mexique sont non seulement trop petits mais surtout manquent de main d'œuvre qualifiée et de moyen financiers pour développer les infrastructures nécessaires (routes, aéroports, ports, entrepôts, etc) pour devenir l'usine du monde. Cependant, ces pays peuvent très certainement accueillir des unités de production marginales et servir de base industrielle pour une région. Leurs économies vont donc en bénéficier.

Troisièmement, il faut garder à l'esprit que la Chine c'est aussi 1.3 milliard de consommateurs dont le pouvoir d'achat ne cesse d'augmenter. Personne ne peut ignorer ce marché et nombreuses sociétés en dépendent.

Imaginons ce que deviendraient les plus grandes sociétés mondiales comme Apple, Amazon, LVMH ou VW si on leur fermait l'accès aux consommateurs chinois ou aux sous-traitants locaux. Il y aurait beaucoup d'actionnaires et de dirigeants mécontents voire ruinés. Et comme les décideurs aujourd'hui ce sont justement les chefs des très grandes entreprises et leurs propriétaires, il est peu probable qu'au niveau des sanctions, la Chine subisse le même sort que la Russie, même si la fraction militaire de l'establishment américain le souhaite probablement. Il ne faut pas oublier que les campagnes présidentielles sont devenues très onéreuses aujourd'hui, surtout aux États-Unis, et donc que les hommes au pouvoir sont redevables à leurs riches mécènes.

Tout cela pour dire que nous ne croyons pas que la Chine subira le même sort que la Russie, même si les relations entre les États-Unis et la Chine resteront très certainement tendues. Et à la fin, si la géopolitique devait triompher sur l'économie et qu'un conflit militaire devait englober la Chine, il n'y aurait pas beaucoup d'endroits où se cacher de toute façon. Nous considérons donc la Chine comme **investissable** et le moment nous semble opportun pour y dénicher quelques pépites à valorisations raisonnables, tout en gardant en tête que le pays doit faire face à quelques déséquilibres, conséquence d'une croissance passée effrénée (secteur immobilier, endettement des régions).

Quelques brefs commentaires sur les autres pays émergents. **L'Inde** est très convoitée en ce moment, comme souvent lorsque la Chine est mal aimée des investisseurs. Le marché est donc fortement surévalué et nous ne comptons pas nous y attarder en ce moment. Les autres bénéficiaires de la confrontation sino-américaine sont le Mexique et l'Indonésie. Vu que ces deux pays ont déjà attiré beaucoup d'intérêt, illustré par exemple par la très bonne performance du peso mexicain, les opportunités s'y font plus rares pour les contrariants que nous sommes.

**Le Brésil** a son lot de défis politiques et économiques tandis que le potentiel de baisse des taux d'intérêt est déjà partiellement compris par le marché. à moyen et long terme, il nous semble que le pays devrait bénéficier de sa quasi-neutralité géopolitique ainsi que de la richesse de ses sous-sols en matières premières. Le Brésil abrite de nombreuses entreprises de qualité et nous scrutons ce marché avec beaucoup d'attention.

Deux pays bien moins regardés par les investisseurs, vu leur petite taille, **le Chili** et **le Pérou**, nous semblent très intéressants. Leurs cycles économiques et monétaires respectifs et leurs expositions aux matières premières nécessaires à la transition énergétique (cuivre, lithium, métaux rares) sont deux facteurs qui vont favoriser ces deux petites économies du continent sud-américain.

**L'Afrique du Sud** en revanche, accumule les problèmes, entre les coupures d'électricité, le chômage record, l'instabilité politique, la dépréciation du rand, il est difficile en effet d'y voir une lumière à la fin du tunnel. Nous observons cet endroit avec beaucoup d'attention tant certaines entreprises y opérant sont devenues peu chères malgré le long historique de qualité de leurs modèles économiques.

Globalement la croissance économique du monde émergent est estimée à 3.8% en 2023 et 3.6% en 2024. Ceci est à mettre en perspective d'une croissance très faible et faiblissante dans le monde développé. L'écart de croissance entre les deux blocs devraient donc progressivement basculer en faveur du monde émergent. Les bénéfices des sociétés émergentes ont déjà été largement révisés et vont s'inscrire en baisse de 6% environ en 2023. Un rebond de 18% devrait suivre en 2024, mais cela reste certainement un peu optimiste. Le marché se traite à 12x environ les bénéfices des 12 prochains mois, ce qui correspond plus ou moins à la moyenne historique.

### Comment est structuré le portefeuille Stabiho Emerging Markets dans ce contexte ?

Comme vous pouvez le comprendre, nous nous intéressons à l'environnement qui nous entoure puisque les entreprises n'opèrent pas dans le vide. Dans le monde émergent en particulier, la partie macroéconomique pèse beaucoup sur l'activité des sociétés, mêmes pour les meilleures. Cette volonté de compréhension du contexte ne nous détourne pas pour autant de l'essentiel. Ainsi, notre temps de lecture, d'analyse, de recherche est principalement dédié aux entreprises afin d'identifier celles de qualité solide et à modèles économiques éprouvés.

Typiquement, nous sélectionnons environ trente valeurs pour notre portefeuille. L'horizon d'investissement est long. Même si notre recherche peut être influencée par des facteurs « top down » (par exemple l'impopularité d'une région ou d'un secteur nous incite à nous y intéresser), nous ne regardons les répartitions géographiques et sectorielles que comme une conséquence de la sélection de titres.

Nous avons identifié plusieurs entreprises qui présentent les qualités recherchées (qualité, rendement agrégé supérieur à 10%, valorisation raisonnable) et que les autres investisseurs ne semblent pas apprécier.

**Samsung Fire and Marine** est le leader d'assurance non-vie en Corée du Sud. La société excelle en produits de santé, IARD, auto et assurance industrielle. Sa marque et son réseau de distribution sont ses principaux avantages compétitifs. SF&M est par ailleurs très bien capitalisée et génère beaucoup de trésorerie excédentaire. Cependant, la société ne croît plus dynamiquement, le taux de pénétration des produits d'assurance en Corée étant déjà élevé. L'attractivité de l'investissement est donc liée à la remontée des taux d'intérêt : chaque 10 points de base de hausse équivaut à environ 4% de bénéfices nets en plus. La hausse des taux d'intérêt permet aussi de libérer les réserves de capital, constituées dans le passé pour provisionner les anciennes polices à taux garantis vendues un peu imprudemment. La libération du capital excédentaire équivaut à plus de dividendes sachant que le rendement est déjà autour de 6%. Samsung F&M se traite à 5x les bénéfices, sa valorisation étant déprimée par des années des taux bas qui ont pesé sur le ROE.

**Yuexiu Transport Infrastructure** est un opérateur d'autoroutes et de ponts dans la région de Guangdong en Chine. La période de croissance forte pour le secteur est derrière nous et de nombreuses sociétés d'autoroutes chinoises se sont diversifiées en immobilier ou en activité d'investissement boursier. Yuexiu est une des rares qui a gardé le cap et continue de chercher des opportunités d'investissement dans son domaine d'expertise, soit en élargissant les concessions existantes, soit en en cherchant de nouvelles. La croissance de ses bénéfices est prévue aux alentours de 6-7% par an tandis que le rendement sur dividende est de 6%. La société est faiblement valorisée car le gouvernement chinois a bloqué/diminué les péages pour la période de Covid. La situation est depuis revenue à la normale mais pas la valorisation du titre qui traite à 7x les bénéfices pour un rendement agrégé (croissance BPA + rendement sur dividende) de 12% environ.

**Minth** produit des pièces automobiles et se spécialise surtout en profilés aluminium de différents types, en barres de toit, en cadres de portières et de fenêtres, calandres avant en plastique, logos en plastique, cadres de sièges etc. Plus récemment, Minth a développé des boîtiers permettant de loger les batteries des véhicules électriques. Ce dernier produit, sans surprise, présente une croissance fulgurante ces derniers temps. Minth a environ 60 usines à travers le monde et jouit d'environ 30% de parts de marché dans ses domaines d'expertise. La croissance future est estimée à environ 15% par an tandis que la société est valorisée à 11x les bénéfices à peine. L'impopularité de la Chine y est certainement pour quelque chose.

**Fibra Macquarie** est une société immobilière basée au Mexique. Elle se spécialise en immeubles industriels et est surtout présente au nord du Mexique, à proximité des États-Unis. Le portefeuille d'actifs que Fibra Macquarie a accumulé historiquement est difficile à répliquer et la société bénéficie aujourd'hui pleinement du mouvement d'onshoring industriel qui gagne en puissance au Mexique. Souvent, les sociétés immobilières sont mal gérées, trop endettées et surutilisent les revalorisations comptables de leurs immeubles ou terrains pour faire croître la valeur nette de leurs actifs (VNA). Ceci

n'est pas le cas de Fibra Macquarie. L'endettement est faible, la Fibra est très prudemment gérée, les loyers sont en dollars et indexés à l'inflation, les actifs sont raisonnablement valorisés ce qui donne de la crédibilité à la décote à la VNA avec laquelle la Fibra traite sur le marché. A 10x les bénéfices on accède à un rendement agrégé d'environ 12-13% dont plus de moitié viendra des dividendes.

**Orion Corp** est une société basée en Corée du Sud mais dont l'essentiel de l'activité est en Asie. Plus de 40% des opérations sont réalisés en Chine, 30% au Vietnam et en Russie, la Corée représentant le solde. Orion produit et vend des pâtisseries, des sucreries, des friandises, des snacks apéritifs et des boissons. La société a eu la très bonne idée d'entrer en Chine il y a 20 ans et a pu y établir sa marque et ses usines. Il en est pareillement pour le Vietnam et la Russie. Les produits d'Orion jouissent d'une très forte notoriété de marque et les tartelettes chocolatées aux goûts divers sont fortement plébiscitées à l'international. Nous prévoyons très prudemment une croissance du résultat net de 10% environ par an. Orion traite à 13x les bénéfices.

Nous n'avons pas vu beaucoup de fonds émergents qui détiennent les entreprises mentionnées ci-dessus alors qu'elles nous semblent présenter un couple rendement-valorisation très intéressant. Notre approche contrariante, notre indépendance et notre organisation artisanale nous permettent en effet de regarder là où les autres ne veulent pas ou ne peuvent pas. Nous voulons en faire notre marque de fabrique et lentement creuser ainsi la supériorité de notre performance.

WS/CB/BH

Septembre 2023

---

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est fourni à titre exclusivement informatif. Il a été élaboré par Stabiho Investment Partners, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers le 20 février 2023 sous le numéro GP-20230004. Stabiho Investment Partners est une SAS, au capital de 500 000 €, ayant son siège social au 73 rue Vaugirard, 75006 Paris et enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le n°922 351 234. Ce document ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offre, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit ou souscrire à un service de gestion ou de conseil, dans une quelconque juridiction.

Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, en tout ou partie, sans autorisation écrite préalable de Stabiho Investment Partners.

Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment de Stabiho Investment Partners sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations disponibles à ce jour. Elles ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de la part de la société de gestion. Elles ne constituent pas non plus une recommandation personnalisée d'investissement.

Stabiho Investment Partners décline toute responsabilité à l'égard de toute décision d'investissement ou de désinvestissement qui serait prise sur la base des données figurant dans cette présentation. Les informations contenues dans ce document ne sauraient donc avoir une quelconque valeur contractuelle. Stabiho Investment Partners n'offre aucune garantie que l'objectif de gestion d'un fonds sera atteint ou qu'un investisseur n'ait pas une perte substantielle.

Enfin il convient que chaque investisseur, au cours de ses échanges avec Stabiho Investment Partners et en s'appuyant sur l'expertise de celle-ci, se forge une opinion sur le risque qu'il prend et sur l'adéquation de ce risque à sa situation financière et à ses besoins. Pour cela, il convient de se référer aux documents d'information légaux (prospectus, DICI, rapport annuel), disponibles sur notre site Internet.