

Stabiho Emerging Markets

Actif sous gestion : 11,15 M€

Part	ISIN	Ticker Bloomberg	Valeur liquidative (euros)
Part S	FR001400GN92	STEMMKS:FP	94,46
Part P	FR001400GN84	STEMMAP:FP	93,61
Part Z	FR001400GNA9	STEMMAZ:FP	94,06

SICAV Actions Pays Émergents

PAYS D'ENREGISTREMENT



EQUIPE D'INVESTISSEMENT



**Charles
Biderman**



**Wojciech
Stanislawski**

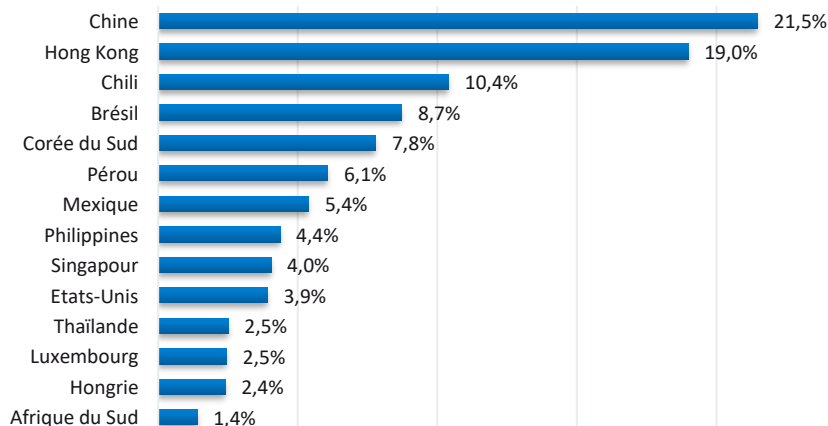
STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Le compartiment est géré de manière active et vise une performance sur un horizon de placement recommandé de 5 ans. Le compartiment investit dans des actions émergentes de toute taille et de tout secteur économique, en étant affranchi de toute contrainte de suivi de l'indice.

PRINCIPALES POSITIONS (%)

Libellé	%
ODONTOPREV S.A. (BVMF)	5,6
AIA GROUP LTD (XHKG)	5,4
JARDINE MATHESON HLDGS LTD (XSES)	5,4
ORION CORP/REPUBLIC OF KOREA (XKRX)	5,4
FIBRA MACQUARIE MEXICO (XMEX)	5,2

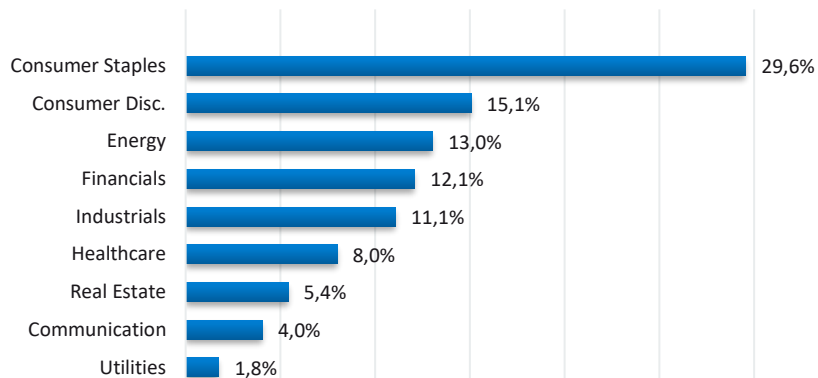
EXPOSITION PAR PAYS (%)



MÉTRIQUES DU FONDS

Libellé	
P/E NTM (x)	10,29
P/BV (x)	1,83
DY (%)	4,0
ROE (%)	12,8
Ebitda (%)	21,5
ND/Ebitda (x)	1,0
EPS Growth 2024 (%)	19,0

EXPOSITION PAR SECTEUR (%)



PERFORMANCE

Conformément à la réglementation, les performances passées sont renseignées uniquement lorsqu'une année complète de performance est disponible pour le fonds.

CARACTÉRISTIQUES

Caractéristiques du fonds

Devise	EUR (€)
Date de création	3 juil. 2023
Classification AMF	Actions internationales
Cut off	10h30
Benchmark indice de référence	MSCI Emerging Market Net return – EUR
Valorisation	Chaque jour ouvrable de la Bourse de Paris

Acteurs

Société de gestion	Stabiho Investment Partners
Dépositaire	CACEIS
Valorisateur	CACEIS
Commissaire aux comptes	PWC Audit
Gérants	Wojciech Stanislawski / Charles Biderman
Fréquence de valorisation	Journalière
Valeur liquidative	Calculée sur les cours de clôture de J

Échelle de risque

A risque plus faible			A risque plus élevé			
1	2	3	4	5	6	7
Rendement potentiellement plus faible			Rendement potentiellement plus élevé			

L'indicateur de risque permet d'apprécier le niveau de risque de ce produit par rapport à d'autres. Il indique la probabilité que ce produit enregistre des pertes en cas de mouvements sur les marchés ou d'une impossibilité de notre part de vous payer. Nous avons classé le Fonds dans la classe de risque 4 sur 7 qui est une classe de risque moyenne. Autrement dit, les pertes potentielles liées aux futurs résultats du produit se situent à un niveau moyen et, si la situation venait à se détériorer sur les marchés, il est possible que notre capacité à vous payer en soit affectée. Vous risquez de ne pas pouvoir vendre facilement votre produit, ou de devoir le vendre à un prix qui influera sensiblement sur le montant que vous percevrez en retour.

Frais

Part	Affectation des revenus	Date de 1 ^{ère} cotation	Investissement Minimum Initial	Frais de gestion	Frais de gestion + frais de fonctionnement***	Frais maximum de souscription
Part S*	Capitalisation	18 sept. 2023	50 000€	0,75% TTC	1,10%	-
Part P	Capitalisation	5 sept. 2023	1 action	1,25% TTC	1,60%	3,25%
Part Z**	Capitalisation	4 juil. 2023		1% TTC	1,35%	-

* La part S est ouverte aux souscriptions pour une durée limitée. Se référer au prospectus pour plus de détails.

** La part Z est réservée aux souscripteurs ayant préalablement conclu un accord avec la société de gestion.

*** En sus de ces frais, dans le cas où nous serions majoritairement investis en OPC, des « frais indirects » peuvent en théorie s'appliquer à hauteur de 0,30% TTC maximum. Se reporter au Prospectus et au DIC de chaque part pour plus de détails sur l'ensemble des frais facturés à l'investisseur.

Commentaire trimestriel de gestion (1/3)

Les marchés ont été peu favorables à l'inauguration de notre fonds et son premier trimestre d'activité. La VNI de Stabiho Emerging Markets (SEM) P a en effet baissé de 4,9% alors que dans le même temps, l'indice MSCI Emerging Markets s'inscrivait en hausse de 3,4%. Depuis la date de lancement du fonds (4/09/2023), ces valeurs sont respectivement de -6,4% et +1,0%, soit une sous-performance de 7,4%.

Nous ne nous soucions pas beaucoup d'un tel résultat sur le court terme, puisque notre gestion est très éloignée du benchmark et donc propice aux écarts de performance, parfois importants. Par principe, nous évitons de regarder la performance relative à l'indice trop souvent pour éviter d'être influencés par la pensée d'autres investisseurs et ainsi préserver nos convictions de long terme.

Quelques mots d'explications sur ce qui s'est passé au quatrième trimestre de l'année nous paraissent utiles. Trois éléments ont impacté négativement le fonds.

Premièrement, le match Inde contre Chine a été largement emporté par la première, le marché indien s'appréciant de quelques 12% alors que la Chine perdait 4,6% au quatrième trimestre. Depuis le début de l'année, la victoire de l'Inde est encore plus écrasante : MSCI Inde +19,9% vs MSCI China -13,2%. Ces performances contrastées reflètent la réalité du moment. Tout sourit à l'Inde (économie, politique interne, géopolitique, démographie, sentiment), alors que rien ne semble plus aller en Chine. Nous allons parler plus longuement de cette dichotomie dans notre prochaine newsletter, mais, comme très souvent, la situation n'est pas si extraordinairement brillante en Inde ni si désespérément catastrophique en Chine. Or les investisseurs ont tous misé du même côté, en envoyant les valorisations indiennes à des niveaux dangereux, bien au-delà de 20x les bénéfiques à 12 mois, sachant que les entreprises de qualité se traitent plutôt à 30x et plus. Cette situation ne nous permet pas d'acheter à prix raisonnable et donc nous patientons qu'un coup de froid sur le marché indien le rende plus abordable. En parallèle, la rhétorique ultra-négative sur la Chine a fait passer la valorisation du marché en dessous de 10x les bénéfiques à 12 mois et les sociétés de qualité peuvent y être achetées aujourd'hui à des multiples intéressants, se situant entre 10x et 20x les profits futurs. Naturellement, nous pensons que sur le moyen terme, ce sont les achats réalisés aujourd'hui en Chine et non pas en Inde qui vont apporter de meilleurs résultats. En attendant, l'absence de l'Inde pénalise le portefeuille.

Deuxièmement, les secteurs de consommation sont plutôt assez atones dans le monde émergent en ce moment alors que le portefeuille y est exposé à hauteur de 45% environ. Cette faiblesse est due à un mélange de facteurs, la plupart directement ou indirectement liés au Covid. Les confinements ont fortement altéré les habitudes de consommation (par exemple consommation accrue d'alcool) qui persistent pour certaines ou se sont totalement retournées pour d'autres. Les aides gouvernementales ont momentanément poussé le pouvoir d'achat à la hausse avec des amplitudes plus ou moins fortes selon les pays. Le rebond de l'inflation qui s'en est suivi a pesé sur le pouvoir d'achat, en particulier ceux des classes moyennes et basses. Le consommateur émergent n'en a donc pas fini avec un environnement incertain et volatile, ce qui affecte les résultats des sociétés de consommation. Ces dernières ont en effet du mal à suivre ces revirements constants et souvent inattendus de leurs clients et de leurs environnements opérationnels. Les niveaux de stocks dans la chaîne de distribution passent de sous-provisionnement en sur-provisionnement en quelques trimestres. Les prix de matières premières varient du simple au double sous l'impact des disruptions pandémiques des chaînes logistiques et/ou de la situation géopolitique. L'ajustement par le prix est rendu difficile par le comportement erratique du consommateur, décrit plus haut. En conséquence de ces facteurs, la rentabilité de nombreuses sociétés exposées à la consommation a baissé. Dans le fonds, nous détenons huit entreprises classifiées comme « consumer staples ». Ce bloc de sociétés a vu sa marge brute agrégée baisser d'environ 3% entre 2019 et 2022 tandis que l'Ebitda est passé de 19% à 16,5% en moyenne sur la même période. Par exemple chez Orion, le fabricant coréen de confiseries et de snacks, la marge brute a baissé de 45% à 38% (-7% !). CCU, le brasseur chilien, a enregistré une baisse de marge Ebitda de 18,3% à 12,6% entre 2019 et 2022. La faiblesse des marges a inéluctablement conduit à une dévalorisation de l'ensemble du secteur dont le comportement n'a pas du tout été défensif, contrairement à l'habitude. En Chine, les secteurs de consommation cyclique et non cyclique sont en baisse de 17% et 25% respectivement en 2023, une sous-performance importante face à l'indice large. La situation est similaire ailleurs dans le monde avec les « staples » souffrant fortement partout. Nous avons vu une opportunité dans cet environnement plutôt inédit et, pour cette raison, nous avons donc inclus plusieurs sociétés liées à la consommation dans notre première sélection de titres. Ces dernières ont toujours des positions dominantes (Tingyi représente 40% des thés en

Commentaire trimestriel de gestion (2/3)

bouteille et 30% des nouilles instantanées en Chine), possèdent des marques fortes (China Ressource Beer : Snow et Heineken en Chine), dominant les distributions locales (comme l'embouteilleur chilien Andina au Chili et en Argentine) et sont en excellente santé financière (bilans souvent en trésorerie nette positive). Par ailleurs et comme souvent dans les phases délicates, nos sociétés ont mieux résisté opérationnellement et ont souvent gagné des parts de marché, ce qui les positionne favorablement pour profiter de l'embellie à venir. En effet, les infortunes qui ont affecté les entreprises de consommation depuis 2019 semblent progressivement se dissiper, 2023 étant l'année où les marges ont commencé à remonter. Enfin, la contraction des multiples a rendu les prix à l'entrée attractifs. Trouver le point bas est en général impossible et souvent le sentiment du marché met du temps à s'ajuster. Le fonds est ainsi momentanément affecté négativement par cette « surexposition » à la consommation, momentanément, car les vents sont en train de changer (baisse des prix des matières premières, désinflation, normalisation des volumes).

Le troisième élément qui affecte notre performance réside dans la faiblesse du cours de pétrole et les craintes du ralentissement économique plus généralement. Le fonds n'est pas exposé aux producteurs du brut mais détient trois sociétés spécialisées dans les services pétroliers. China Oilfield Services (COSL) est l'une d'entre elles. C'est la filiale du CNOOC (aussi son grand client), le spécialiste chinois des gisements offshore. COSL bénéficie de plusieurs facteurs « macroéconomiques » : CNOOC accélère ses dépenses en R&D et d'exploration pétrolière vu que ses réserves sont au plus bas, les prix des services de forage remontent en ligne avec les taux d'utilisation d'équipements, la Chine est de plus en plus présente dans le secteur pétrolier à travers le monde, en Afrique, au Brésil et au Moyen Orient en particulier. Au-delà de ces points « macro », le marché semble ignorer totalement le côté « micro » de COSL qui est une société bien différente d'il y a 10 ans. Son modèle est moins intense en capital et donc son bilan s'est considérablement assaini. Les technologies utilisées appartiennent désormais majoritairement à COSL qui se positionne davantage comme un gestionnaire du puits pétrolier durant tout son cycle de vie et non juste une société d'études géologiques ou de forages. En conséquence, les opérations de COSL sont maintenant bien plus récurrentes, moins cycliques et bien moins consommatrices en capital qu'autrefois. Or, le titre se traite seulement à 8x les bénéfices, comme il y a 10 ans. Les résultats de l'année s'annoncent forts avec un chiffre d'affaires à +15% et un résultat net à +20%. À nouveau, nous devons patienter un peu pour que le marché reconnaisse cette anomalie.

Les craintes de ralentissement ont eu raison de Minth Group, société de composants automobiles, domiciliée en Chine mais à envergure internationale (70 usines dans 30 pays, chiffre d'affaires reparti entre Chine à 48% et International à 52%). Minth fournit aux producteurs mondiaux, en Chine et ailleurs, les pièces en aluminium ou en plastiques comme barres de toit, calandres, baguettes et cadres de portes, châssis de sièges, systèmes de caméras et enfin, les très demandés bacs à batteries pour les véhicules électriques. Minth a publié de très bons résultats au premier semestre de l'année et on attend au moins 20% de croissance pour l'ensemble de 2023 et puis à nouveau en 2024. Le grand cycle d'investissement en nouvelles capacités approche de la fin, ce qui va favoriser la génération de trésorerie. Le carnet d'ordre de la société est très bien rempli. De nombreux nouveaux ordres ont été gagnés en Chine (Geely, Li Auto, Dongfeng) et à l'international (Jaguar Landrover et BMW sont de nouveaux clients). Tesla et BYD ont commandé des bacs à batterie, segment où Minth est en train de devenir le plus grand producteur mondial. Tout cela n'a pas empêché le prix de Minth de perdre environ 30% ces trois derniers mois et ceci malgré un multiple de valorisation à 7x les bénéfices seulement. Le marché craint en effet la récession et son impact sur les ventes automobiles dans le monde. Dans ce contexte, il est intéressant de rappeler que 80% des nouveaux ordres et 40% de l'activité de Minth est dirigé vers l'électrique, segment qui prend des parts de marché et devrait donc performer même durant un ralentissement.

Les principales satisfactions du trimestre se situent plutôt du côté de l'Amérique latine. Le sentiment commence à changer pour Credicorp au Pérou, le premier réseau de banque de détail du pays. Une politique monétaire restrictive y a contraint la croissance des crédits. La possible baisse des taux suggérée par la FED laisse présager le changement de situation dont Credicorp devrait être le premier bénéficiaire. Parallèlement à ses activités traditionnelles, la banque est devenue le premier fournisseur de services financiers digitaux à travers sa filiale Yape (75% de parts de marché), que les investisseurs ne valorisent pas puisque le titre se traite à seulement 0.9x l'actif net comptable tout en distribuant un dividende généreux (rendement d'environ 5%). Empresas Copec, principale société forestière du Chili, a progressé à la suite de la remontée des prix de la pâte à papier dans le monde. Les nouvelles capacités de production compétitives en termes de coûts se rarifient et sont toutes situées en Amérique latine. Copec est l'une des deux seules sociétés à en apporter sur le marché dans les 24

Commentaire trimestriel de gestion (3/3)

prochains mois. Odontoprev, spécialisée dans les soins dentaires au Brésil, a enregistré de solides résultats opérationnels mais malgré son léger rebond, le titre reste fortement sous-évalué selon nos calculs. Le marché reste en effet sceptique quant à sa capacité à générer de la croissance future. Nous pensons au contraire que le développement dans les PME grâce au réseau de distribution de Bradesco permettra à la société de créer un nouveau marché où non seulement la concurrence est plus limitée mais également où le potentiel est plus vaste que le marché cible historique, celui des grandes entreprises. Odontoprev est ainsi progressivement devenue la première position du fonds.

Nous n'avons pas effectué de grands changements dans le portefeuille ces trois derniers mois. Klabin au Brésil a été liquidé à la suite des annonces de la journée d'investisseurs selon lesquels la société investira davantage que prévu dans de nouvelles capacités de production. Notre hypothèse de base assumait au contraire moins d'investissements et plus de dividendes. Nous avons profité de la faiblesse du marché chinois pour renforcer certaines de nos positions et aussi introduire deux nouvelles entreprises dont nous parlerons plus en détail prochainement.

Les perspectives des marchés à court terme sont plutôt difficiles à déchiffrer. Nous nous attendons à moins de croissance dans les pays occidentaux, mais pas forcément à une récession forte vue que nous ne voyons pas de grands déséquilibres macroéconomiques dans le système. La persistance de l'inflation, le niveau élevé des dettes, le renchérissement de l'énergie dû à une transition mal pensée risquent cependant de peser sur les économies développées. Le monde émergent devrait maintenir une croissance économique solide, au-delà de 4% en agrégé, ce qui lui permettrait, en 2024, de creuser l'écart avec les pays occidentaux. Il en est de même pour les bénéficiaires des entreprises émergentes qui sont attendus en hausse de 18% en 2024 vs 11% aux États-Unis et 6% en Europe.

Malgré les meilleurs fondamentaux des émergents, une FED plus accommodante et un dollar plus faible sont nécessaires pour que les investisseurs s'exposent davantage à la classe d'actif qui est toujours perçue, à tort selon nous, comme plus risquée.

Quant au fonds, entre sa valorisation (10x), son rendement sur dividende (4,3%) ou sa croissance bénéficiaire 2024 (+19%), il présente des caractéristiques très attractives, qui devraient le porter à des niveaux plus hauts dans la nouvelle année.

Les meilleures performances du trimestre (en monnaie locale) :

Credicorp (Pérou)	+21%
Fibra Macquarie (Mexique)	+15%
Tenaris (Argentine)	+14%
Sanlam (Af du Sud)	+13%
Engie Brasil	+10%

Les moins bonnes performances du trimestre (en monnaie locale) :

Mint (China)	-22%
China Resources Beer	-21%
COSL (China)	-15%
Anta Sports (China)	-14%
Tingyi (China)	-13%

Wojciech et Charles

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les performances sont calculées nettes de frais de gestion. Les performances passées sont renseignées lorsqu'une année civile complète de performance est disponible.

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.