



## Newsletter n°2

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

**Stabiho Investment Partners** se porte bien. Nous avançons à notre rythme dans nos développements tout en gardant à l'esprit notre volonté de rester un opérateur de niche à forte indépendance d'action et d'esprit.

Le fonds **Stabiho Emerging Markets** a dépassé les dix millions d'euros d'actifs sous gestion. La demande pour la classe d'actif est fortement déprimée, dû notamment à l'impopularité de la Chine qui représente toujours, malgré la baisse, près de 30% de l'indice MSCI EM. L'exposition des investisseurs aux actions émergentes est à son plus bas niveau depuis 20 ans, à 5,6% seulement. Ceci est en totale contradiction avec les fondamentaux, bien plus solides que dans le passé, mais aussi par rapport aux pays développés. Sans mentionner que la croissance mondiale future viendra principalement de l'expansion de la classe moyenne dans le monde émergent ainsi que du développement du commerce « Sud-Sud ».

Comprendre l'environnement macro-politique à l'échelle globale est aujourd'hui particulièrement difficile compte tenu du nombre de bouleversements que nous traversons. Et si comprendre le présent est compliqué, pronostiquer l'avenir relève de l'impossible. Pour autant, cela ne nous empêche pas de réfléchir en profondeur à ce que le futur nous réserve. Sans avoir de certitude, nous avons tendance à penser que le monde, et le monde occidental en particulier, est entré dans une phase de **stagflation** qui pourrait perdurer un certain nombre d'années.

Nous voyons l'inflation persister à moyen et long terme en raison des facteurs structurels suivants: démographie moins porteuse, réduction de la taille des populations actives en Occident, dé-globalisation, complexification de la situation géopolitique, hausse du coût de la main d'œuvre en Chine, hausse des coûts de production liée à la lutte contre le changement climatique, stagnation de la productivité sans innovation technologique majeures (l'IA étant encore à quelques années d'une contribution tangible). Les anticipations inflationnistes, qui, dans le monde développé, oscillent depuis fort longtemps autour de 2%, risquent donc de remonter progressivement puisqu'elles se basent sur une moyenne longue de l'inflation constatée. Cette dernière a été impactée par la flambée de l'inflation de 2021/2022 et pour que la moyenne revienne vers les 2%, plusieurs trimestres de chiffres bien en dessous de 2% seraient nécessaires, ce qui nous paraît peu probable dans le contexte actuel. Certes, l'inflation est volatile et des périodes de désinflation nous semblent tout à fait possibles, mais elles seraient plutôt de (trop) courte durée. Aucune banque centrale n'est prête à accepter une récession profonde. Cette dernière pourrait en effet s'avérer

désastreuse pour le système financier mondial, surtout au vu de l'endettement gigantesque des États-Unis et de l'Europe.

Quant à la croissance économique des pays développés, nous la craignons modeste. Au-delà des facteurs mentionnés ci-dessus, les contraintes écologiques (dont une transition énergétique mal pensée), le niveau d'endettement record, l'augmentation des dépenses pour la défense (par définition peu productives) et la polarisation des richesses font que nous ne pouvons pas être optimistes.

Ainsi, dans les années à venir, et à condition d'un statu quo géopolitique, les économies des pays développés pourraient être condamnées à croître entre 0% et 1% seulement par an en termes réels, 2024 étant pronostiqué à +1.1%, après une année 2023 peu flamboyante certes, mais tout de même correcte (+1.6%). Bien qu'étant impactés par la faiblesse de l'Occident, les pays émergents devraient pouvoir assurer une meilleure dynamique. En effet, la croissance devrait y osciller autour de 4%, tirée par l'Inde (+6%-7%) et la Chine (+4%-5%), une Amérique Latine plus vigoureuse grâce à son positionnement géopolitique, le « nearshoring » et, peut-être, les matières premières. L'écart de croissance entre les pays développés et les pays en développement est donc en train de se creuser, ce qui augure d'une meilleure performance relative de ces derniers.

Globalement, l'environnement stagflationniste dans le monde industrialisé présage des retours annuels plutôt modestes, à un chiffre tout au plus. Dans ce contexte et sans vouloir nous embarquer dans des prévisions à long terme, nous parions bien volontiers à travers nos investissements dans le fonds **Stabiho Emerging Markets** que ce sont bien les bourses des pays émergents qui enregistreront les meilleures performances dans les années à venir.

À plus court terme : selon l'astrologie chinoise nous entamons l'année du dragon, il se dit que celle-ci est habituellement favorable aux investisseurs... Nous voyons plutôt un dragon affaibli et quelque peu éteint, ce qui vient à l'encontre de l'optimisme ambiant basé sur le « softlanding », la désinflation et la baisse des taux d'intérêt.

Baisse des taux d'intérêt peut-être il y aura, mais pour des « mauvaises » raisons, en tout cas aux États-Unis : élections, crainte d'une crise d'immobilier des bureaux, volonté d'alléger la charge de la dette fédérale sont autant d'éléments qui peuvent inciter la FED à pivoter. Cette nouvelle erreur de la politique monétaire américaine, si commise, ne peut que se traduire par plus d'inflation et de nouvelles hausses des taux, probablement fortes, une fois les échéances écartées. Bienvenue dans les années 1970.

Quel intérêt de suivre la FED pour nous, investisseurs des pays émergents ?

Deux éléments de réponse. Premièrement, le dollar continue d'avoir un certain impact sur le niveau de liquidité des systèmes financiers émergents, même si cet impact est aujourd'hui moindre que dans le passé. Les régimes de changes flottants ou quasi flottants ont en effet indirectement réduit la taille de la dette émergente en devises fortes tandis que la proportion d'échanges commerciaux non dollarisés ne cesse de monter.

Deuxièmement, plusieurs pays émergents ont réagi rapidement et fortement aux premières prémices de l'inflation, déjà en 2021, et se retrouvent aujourd'hui avec des taux d'intérêt réels positifs et souvent élevés. Une politique restrictive de la FED empêche nombre d'entre eux de réduire leurs taux d'intérêt à la vitesse souhaitée, d'autant que le commerce mondial ralentit, ce qui déprime certaines monnaies émergentes.

Il est par ailleurs très intéressant d'observer qu'historiquement, une FED très restrictive, synonyme de réduction des liquidités globales, faisait souffrir le monde émergent et le conduisait souvent à des crises majeures. Pas cette fois-ci. Les marchés émergents ont très bien résisté au resserrement monétaire en Occident, ce qui s'explique par des fondamentaux bien plus solides qu'auparavant, comme notamment: un endettement très bien maîtrisé, des monnaies peu chères ou encore une inflation sous contrôle.

Si nous évoquons les pays émergents, nous devons donc évidemment commencer par l'Inde et la Chine, les deux mastodontes qui se livrent une bataille boursière sans merci, bataille très largement remportée par l'Inde récemment. Là encore, pour en parler, il faut probablement dissocier le court et le long terme.

La Chine dominant l'actualité économique depuis fort longtemps, peu d'observateurs et d'investisseurs réalisent finalement que c'est la bourse indienne qui surperforme sur le long terme la plupart des marchés, développés et en développement, surperformance qui s'étend sur de nombreuses échéances. Sur 20 ans par exemple, le principal indice boursier indien, le Sensex, a retourné un impressionnant 1200% en cumulé (soit 13% par an) en monnaie locale, ce qui représente tout de même 670% en cumulé en dollar (soit environ 10% par an). Ceci est bien mieux que les 435% et 8% délivrés par le S&P500 sur la même période.

La situation économique et politique en **Inde** est toujours aussi solide. Croissance forte, inflation très bien maîtrisée (l'Inde a eu la sagesse de stimuler l'investissement plutôt que la consommation durant le Covid), la Reserve Bank of India (RBI) très attentive aux excès et finalement pas de grands risques politiques. Cependant, des petits craquements apparaissent ici et là, illustrés par une demande trop forte de crédit à la consommation ou encore par l'engouement dangereux des épargnants pour la bourse. Nous voyons ainsi des offres d'introduction en bourse de petites capitalisations, sursouscrites plusieurs centaines de fois. À ceci s'ajoute la valorisation d'un marché qui n'a fait que défier les lois de gravité, en cassant toutes les résistances possibles à la hausse. Le Sensex se traite en conséquence à plus de 23x ses bénéfices futurs, ce qui est plus d'un écart-type au-delà de sa moyenne historique déjà élevée de 18x. Dans le passé, à chaque fois que le marché indien a touché ce niveau de valorisation, une correction a suivi et, selon la période, le Sensex perdait entre 15% (2018) et 60% (2008).

Nous avons souvent qualifié l'Inde de bien plus intéressante que la Chine du point de vue microéconomique tant les entreprises indiennes sont supérieures aux chinoises au niveau opérationnel et de transparence. Une culture d'investissement à l'anglosaxonne conjugée au libéralisme économique font qu'il a été historiquement plus facile pour les investisseurs de gagner de l'argent en Inde qu'en Chine, et cela malgré la supériorité macro-économique de cette dernière. Une organisation très différente de la Chine où le système légal moins protecteur et le faible respect pour les investisseurs de la part des entreprises et de l'État se marient mal avec des retours boursiers élevés sur le long terme. Nous avons donc quelques débats sur l'exposition optimale sur la Chine dans un portefeuille « buy and hold », exposition qui devrait très probablement rester quelque peu mesurée.

Cela dit, tout a son prix, et sur le court terme, les jeux peuvent progressivement tourner en faveur de la Chine et justifier une pondération plus forte, pendant un certain temps.

Certes, **la Chine** ne peut qu'envier à l'Inde sa prospérité économique du moment. Plus besoin de rappeler dans ces pages que, bien sûr, rien ne va plus en Chine et nous allons nous abstenir d'énumérer les points négatifs tant ils sont déjà largement débattus dans les médias.

Le commerce extérieur de la Chine fait partie de ces éléments positifs dont on parle peu. Celui-ci bat non seulement tous les records (environ \$900 milliards en 2023) mais de plus sa structure change fortement. En effet, force est de constater que la proportion d'exportations en faveur des pays G7 baisse d'année en

année, (29% d'exportations chinoises en 2023) tandis que le commerce avec « les pays du Sud » (Asean, Afrique, Latam, Inde, Pakistan, Arabie Saoudite, Turquie) a doublé en cinq ans (36% du total en 2023). L'Inde a d'ailleurs un déficit commercial de plus de 80 milliards de dollar avec la Chine. Ceci traduit le virage de la Chine qui s'écarte petit à petit d'un Occident surendetté et vieillissant pour se positionner en faveur des pays émergents à plus forte croissance et avec un endettement moins lourd. Cette stratégie ne semble pas totalement dépourvue de sens...

Idem pour la relance économique (où plutôt son absence) après-Covid. Il faut se souvenir que la Chine a très fortement aidé l'économie mondiale en 2008 (13% du PIB injecté dans l'économie), aide qui lui a permis de croître à un taux avoisinant les 10% pendant quelques années, mais qui s'est traduite par un certain nombre d'effets secondaires, dont la crise immobilière du moment est une des illustrations. Sachant que l'économie chinoise est momentanément déséquilibrée et que certains excès doivent être purgés (notamment la dette locale), est-ce bien raisonnable pour les autorités de recourir à une relance massive ? Est-ce que la stratégie de « short term pain long term gain » n'est pas préférable à celle de « short term gain long term pain » adopté par l'Occident ? Ici on peut juste imaginer quels pourront être les effets secondaires à venir de la relance Covid des Etats-Unis avec son total astronomique avoisinant les 25% du PIB américain !

Pour revenir à la Chine, est-ce que 5% de croissance de PIB n'est pas suffisant après une très longue période d'expansion effrénée ? Nous avons envie de répondre à cette dernière question par une autre : 5% en termes réels ou en termes nominaux ? Car c'est ici probablement que réside la clef de la résistance des autorités chinoise à la relance « bazooka »... La Chine sombre petit à petit en territoire déflationniste et la déflation est un phénomène qui peut ruiner durablement non seulement l'économie mais surtout la paix sociale (peu de peuples sont aussi résilients que les Japonais). Une croissance nominale à 3,5% ne peut pas satisfaire le dispositif qui s'est toujours fixé 5% comme limite basse. Il est donc fort probable que le ralentissement économique couplé aux pressions déflationnistes causées par le Covid et la crise immobilière vont forcer les autorités chinoises à réagir. Xi Jiping a d'ailleurs lui-même admis dans un discours récent l'existence de quelques problèmes économiques, avoué suffisamment rare pour être mentionné et considéré.

La bourse chinoise est le reflet inverse de la bourse indienne tant au niveau des performances récentes qu'au niveau des valorisations. Le Hang Seng traite à 7x les bénéfices futurs et donc presque deux écarts-types en dessous de sa moyenne historique. Si relance il y a, vue la faiblesse des valorisations, le marché devrait plus que rattraper les points perdus ces derniers mois. Le portefeuille de Stabiho en bénéficierait amplement.

Un petit bémol à cette perspective réjouissante pour tous les rescapés du carnage chinois : en cas de relance massive, la monnaie chinoise pourrait fort bien se déprécier, ouvrant la porte à encore plus d'attaques de la part de l'Occident. Une fois de plus, il peut s'avérer que le marché chinois n'est pas le mieux adapté aux portefeuilles « buy and hold ». Exposition à surveiller donc.

Cependant nous voyons encore au moins trois autres éléments qui pourraient être favorables à la Chine.

Premièrement, on voit souvent la Chine être comparée au Japon de la fin des années 1980. Or cette comparaison nous paraît mal choisie. En effet, le PIB par habitant au Japon en 1989 avoisinait les 30.000 dollars alors que nous touchons à peine 12.000 en Chine aujourd'hui. Ne nous laissons pas donc tromper par les apparences : la Chine reste un pays relativement pauvre. De plus, et comme vu plus haut, le niveau de valorisation de la bourse chinoise aujourd'hui n'a rien à voir avec celui du Topix en 1989. Il nous semble

donc peu probable que l'économie et les marchés financiers Chinois répliquent le comportement de leurs équivalents japonais de l'époque.

Deuxièmement, nous entendons beaucoup parler de la transition énergétique, notamment en Europe. Cependant, nous nous permettons de remarquer qu'un pays et un seul est en train de tout mettre en œuvre pour réussir cette transition haut la main et c'est bien sûr la Chine ! Celle-ci demeure un des rares endroits où les capacités de production d'électricité augmentent (+7% par an sur 20 ans, +5% par an sur 5 ans), grâce notamment aux investissements colossaux qui sont dirigés vers le renouvelable mais avant tout dans le nucléaire. Ainsi, selon les chiffres que nous nous sommes procurés auprès de la World Nuclear Organisation, la Chine est en train de construire 30 nouveaux réacteurs tandis qu'environ 250 (!) autres sont déjà planifiés ou proposés. Si quelqu'un pourra électrifier son économie sans ruiner sa population, c'est bien la Chine.

Enfin, le très débattu conflit avec Taiwan ne nous semble que très peu probable, en tout cas dans l'immédiat, pour des raisons suivantes : 1/ Taiwan n'est pas indépendant et ne souhaite pas le devenir, 2/ la Chine n'a pas mené de guerre depuis 1979, les militaires chinois n'ont aucune expérience du terrain 3/ Taiwan est une île assez éloignée du continent (130km) et plutôt difficile d'accès, sachant que bombarder l'île risquerait d'endommager les usines de semi-conducteurs qui sont la principale raison pour laquelle les tensions autour de Taiwan ont émergé, 4/ les États-Unis vont fortement soutenir Taiwan en cas d'invasion et donc le risque d'embrasement semble trop fort pour tenter la réunification en ce moment.

Pour terminer sur la Chine, abordons sa crise immobilière qui est incontestablement un problème pour les autorités et pour la population ayant l'habitude de placer une portion importante de ses économies dans l'immobilier. Comme on le dit souvent, dans chaque crise se découvre une nouvelle opportunité et celle-ci n'est pas différente. En effet, les incertitudes du marché immobilier sont en train d'altérer les habitudes d'épargne en Chine. Refroidis par une baisse du prix de la pierre, impensable jusqu'à présent, les Chinois se tournent désormais vers des produits d'assurance-vie ou d'assurance de protection ainsi que vers les fonds de pension, dont certains présentent en plus des avantages fiscaux approuvés par le gouvernement.

**AIA** profite pleinement de cette mutation. Nul besoin de présenter longuement AIA tant cette société a su gagner la confiance de nombreux investisseurs dans la région grâce à son professionnalisme et à la supériorité de ses opérations. Ainsi, la société demeure la principale position de notre fonds, **Stabiho Emerging Markets**.

AIA dérive 73% de son chiffre d'affaires des ventes de produits d'assurance dont la majorité sont des produits de protection et/ou à commissions. 82% des ventes en assurance proviennent des primes de renouvellement et 17% seulement sont de nouvelles primes. Hong-Kong et Chine continentale réunis représentent environ 60% de l'activité d'AIA tandis que la Thaïlande, Singapour et la Malaisie sont des marchés clés où AIA détient toujours des positions dominantes (n°1 ou n°2 ou n°3). AIA est réputée pour la qualité de ses produits d'assurance mais sa force vient principalement de son réseau de distribution. Les agents dédiés à AIA (75% des volumes vendus) ont des niveaux de productivité largement supérieurs à la moyenne que ce soit à Singapour ou en Chine. Pour 25% du chiffre d'affaires, la société s'appuie sur les meilleurs partenaires locaux possibles tels que Citi-Bank à Hong Kong ou Tata Group en Inde. Le cours d'AIA a beaucoup souffert et s'inscrit en baisse de 30% sur 12 mois. La mauvaise perception de la Chine, principale source de croissance future d'AIA, la hausse des taux d'intérêt (sensibilité négative de l'Embedded Value, EV – c'est un des rares défauts d'AIA) et la forte correction des marchés d'actions et d'obligations en 2022 (leur portefeuille est investi à 80% en instruments de taux, en général tenus jusqu'à leur maturité) en sont les principales explications. Les résultats de la société ont été en nette amélioration

en 2023 mais la valorisation de la société est déprimée (13x PER, 1.5x P/EV) et reste très sensible aux mouvements du marché Chinois. Nous considérons cette situation comme anormale, d'où notre forte exposition à cette excellente franchise régionale.

Comparée à la Chine, la situation est bien moins complexe au **Brésil** où, après une période de discipline monétaire et budgétaire, le pouvoir en place pourrait bel et bien montrer son vrai visage. Il est en effet fort possible que la croissance soit privilégiée au détriment de l'endettement, de l'inflation et de la monnaie. Certes, le Brésil a réagi haut et fort à l'inflation en remontant ses taux de 2% à 13.75% (Selic) en deux ans à peine (tous ceux qui qualifient le travail de la FED comme restrictif n'ont qu'à bien se tenir...).

L'inflation brésilienne est donc plutôt sous contrôle mais la discipline budgétaire, le talon d'Achille du Brésil, n'y est pas. Un élément important pourrait cependant venir en aide à Brasilia : la production de pétrole est en train d'augmenter fortement au Brésil, faisant suite à quasiment 20 ans d'efforts d'investissements significatifs au niveau des gisements offshore. À 3.7 millions de barils par jour actuellement, les volumes produits vont monter à plus de 5 millions de barils d'ici 2028. Le pays est en train de devenir un producteur de pétrole très important, d'où son invitation récente à rejoindre l'OPEP.

Le marché boursier brésilien n'est pas totalement déprimé, après sa bonne performance en 2023, mais à 9x les bénéfices futurs, sa valorisation reste très attractive. Il est intéressant de rappeler que dans le contexte des taux d'intérêts brésiliens, réels et nominaux, courts et longs, les investisseurs locaux se sont largement détournés des actions. Les fonds domestiques ne détiennent plus que 9% de leurs actifs en actions brésiliennes, contre environ 20% en 2010. Il serait donc peu étonnant que le Brésil soit prochainement davantage représenté dans notre fonds, à condition bien évidemment de trouver les sociétés de qualité, dont le Brésil ne manque pas, ce qui, en toute franchise, nous surprend toujours un peu.

**Odontoprev**, le spécialiste des soins dentaires, en est un des exemples. La société a été créée en 1987 par un groupe de dentistes qui a rapidement mis en place les trois piliers de sa stratégie : savoir-faire dentaire, utilisation d'un système d'information spécifique et recours massif aux données actuarielles. Cette combinaison leur a permis très tôt de contrôler les coûts liés aux interventions ainsi que leur qualité. Ainsi sont assurées la satisfaction des patients et celle des dentistes ainsi que la rentabilité des opérations.

Le pays possède le plus grand nombre de dentistes au monde, de loin. En effet, la libéralisation du secteur dès les années 80 a très tôt favorisé le développement du métier et sa féminisation. Aujourd'hui, le dentiste est le deuxième métier le plus exporté du pays, après les footballeurs. Cela a permis à Odontoprev de construire dans le temps un réseau national de 27 000 dentistes dans 2 500 villes. De plus, ce déséquilibre de l'offre et de la demande au Brésil, au contraire de la plupart des pays dans le monde, donne plus de pouvoir au patient-payeur et donc à l'assureur.

Les clients historiques sont les grandes entreprises qui offrent soit directement un contrat d'Odontoprev à leurs salariés, soit leur laissent la possibilité de souscrire aux soins dentaires proposés par Odontoprev. La logique est la même que pour les mutuelles santé et, pour la modique somme de US\$3 par mois, l'attractivité de l'entreprise aux yeux des salariés s'en trouve augmentée avec des avantages supplémentaires. Cependant, après des années de croissance, le segment des grandes entreprises est devenu très concurrentiel. La croissance y est maintenant beaucoup plus mature et la capacité de fixation des prix plus limitée. Alors que Odontoprev reste la seule société exclusivement concentrée sur la couverture dentaire, elle est en revanche vendue en addition de l'assurance santé par les concurrents.

Les nouveaux vecteurs de croissance sont plutôt à trouver parmi les clients privés et les PME. Les barrières que constituent la distribution et la crédibilité y sont bien plus élevées et Bradesco, l'actionnaire principal depuis 2010, possède les deux. Ces segments sont extrêmement prometteurs puisqu'ils offrent une clientèle très abondante et également plus profitable. Ils représentent aujourd'hui 45% des revenus de la société et, selon nos estimations, plus de 70% de la croissance des bénéfices à venir. Cette dernière se maintient aux alentours de 10% et ce malgré des bases de comparaison très élevées. Pourtant, le marché continue de l'ignorer et la valorisation du titre nous paraît bien en-deçà de ses fondamentaux. Le PER à 12 mois se situe à 12x alors que le retour total attendu est supérieur à 15%, que le ROE est de 33% et que la position en trésorerie nette représente 15% de la capitalisation boursière. Par ailleurs, la gouvernance et le respect des parties prenantes sont exemplaires. Nous apprécions particulièrement cette situation asymétrique avec un potentiel élevé d'appréciation du prix de l'action alors que le risque de baisse est limité par une faible valorisation, une croissance visible et des fondamentaux solides. Le titre est ainsi devenu une des toutes premières positions du fonds.

Nous allons réitérer nos vues positives sur les petits pays d'Amérique du Sud, **Pérou** et **Chili**. À l'instar du Brésil, il y a également beaucoup de place pour un assouplissement monétaire et les derniers chiffres d'inflation sont bons. Du point de vue du cycle économique, il est possible de dire que Pérou et Chili sont en avance par rapport au reste du monde car déjà en sortie de récession : « first in first out » en quelque sorte. Contrairement au Brésil, les deux pays ont mené des politiques fiscales plus prudentes et n'ont pas aujourd'hui de souci avec un endettement excessif au niveau public ou privé. Les comptes extérieurs devraient bénéficier d'une demande soutenue pour les métaux industriels (cuivre, nickel) et le lithium. Les monnaies sont bon marché, les valorisations boursières sont basses : la combinaison parfaite pour les investisseurs contrariants. **Stabiho Emerging Markets** détient trois sociétés de qualité au Chili et deux au Pérou.

Pour finir notre petit tour du monde, nous voici de retour en Asie avec les **Philippines**, qui n'ont pas su attirer ces investisseurs qui ont été des vendeurs nets ces dernières années. La détention de la bourse par les étrangers est tombée à juste 20%, niveau le plus bas depuis de nombreuses années. Il en résulte une valorisation déprimée, avec un PER à 12 mois de 10.5x à peine, un niveau deux écarts types en dessous de la moyenne historique de 16x.

Économiquement, et comme partout en ce moment, la croissance est en train de ralentir, sachant que les Philippines exportent en masse du matériel électronique et des services informatiques (BPO-Business Process Outsourcing). L'endettement de l'état et des ménages est faible et donc le déficit budgétaire du moment, causé par les aides Covid, est largement gérable. La banque centrale, BSP (Bangko Sentral ng Philipinas), a augmenté ses taux directeurs de 425 points de base en deux ans à peine et au vu de l'inflation très bien maîtrisée, on peut s'attendre à un assouplissement de la politique monétaire. Encore une fois cela dépendra de l'action de la FED, sachant que le Peso Philippin, comme d'autres monnaies d'économies exportatrices, est sous pression d'un ralentissement du commerce mondial. Le très faible intérêt des étrangers rend la bourse intéressante pour les investisseurs contrariants.

Nous avons déjà pu acheter **Universal Robina (UR)**, une société incontournable de la consommation aux Philippines. UR est en effet le leader incontesté des snacks, produits de confiserie (chocolats et biscuits), boissons (thés et cafés instantanés) et nouilles avec des parts de marché oscillant entre 20% et 80% selon le produit. Les produits de marques propres représentent environ 70% des ventes, dont 67% sont destinés au marché local et le solde est principalement exporté dans les pays à proximité. 30% de l'activité d'UR provient de produits agricoles de base comme le sucre, la farine ou encore l'alimentation pour les animaux. Cette deuxième activité permet d'amortir les effets négatifs que peuvent avoir les variations des prix des

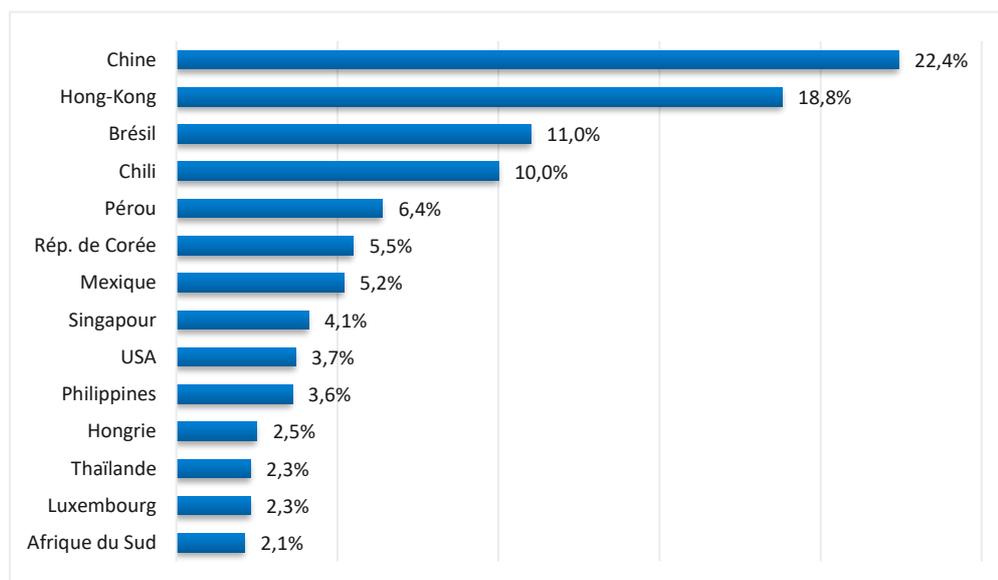
matières premières sur l'activité de biens de consommation. Nous avons en effet parlé dans notre dernier rapport trimestriel de la baisse des marges qu'ont connues de nombreuses sociétés de « consumer staples » depuis 2019 environ. UR n'y a pas échappé en abandonnant environ 200 points de base de sa marge Ebitda, qui se situe aujourd'hui aux alentours de 14%.

La détérioration de la profitabilité conjuguée à une croissance de vente affaiblie par la pandémie ont fait que les profits d'UR n'ont pas progressé entre 2019 et 2021. Mais la situation est en train de changer et les bénéfices de la société remontent depuis plusieurs trimestres sans que le marché s'ajuste. Il en résulte une dévalorisation de cette société de qualité, dont le PER est passé de 27x en moyenne sur les dix dernières années à 15.5x aujourd'hui. Non seulement nous pensons qu'UR peut continuer à croître ses ventes (grâce à la normalisation de consommation et aux nouveaux produits), mais nous sommes également convaincus que les marges vont revenir à la tendance historique de 16-17%. Universal Robina représente environ 3% de **Stabiho Emerging Markets**.

Nous allons terminer par là où nous avons commencé : les marchés émergents ont des fondamentaux plus solides que jamais, l'écart de croissance avec le monde développé se creuse en leur faveur et les valorisations sont intéressantes. Pour autant, l'exposition des investisseurs n'y a jamais été aussi faible depuis vingt ans, les foules se pressant pour acheter les actifs américains et les sept magnifiques en particulier. Pour les raisons mentionnées plus haut, nous sommes fortement convaincus que ce sont les actifs émergents, y compris chinois, qui vont produire de meilleures performances dans les années à venir et ne pouvons qu'encourager le lecteur à s'exposer davantage malgré une résistance psychologique qui est assez naturelle dans l'ambiance médiatique du moment.

*Wojciech et Charles*

#### Exposition par pays du fonds Stabiho Emerging Markets au 31 Décembre 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.*