

Stabiho Emerging Markets Action S

Actif sous gestion : 13,15 M€

SICAV Actions Pays Émergents

PAYS D'ENREGISTREMENT



Part	ISIN	Ticker Bloomberg	Valeur liquidative (euros)
Part S	FR001400GN92	STEMMAS:FP	100,73

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

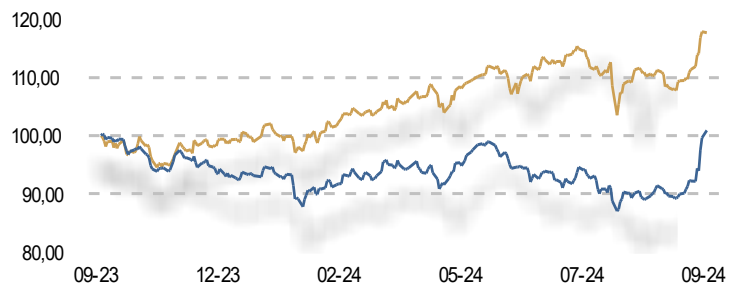
PERFORMANCES CUMULÉES (%)

	1 mois	T3 2024	YTD	1 an
Fonds	10,4	9,7	6,6	1,5
Indice	5,8	4,4	15,7	19,6
Ecart Relatif	+4,6	+5,3	-9,1	-18,1

INDICATEURS DE RISQUE SUR 1 AN

Volatilité Fonds (%)	12,9	Tracking Error (%)	11,5
Volatilité Indice (%)	12,1	Ratio d'information	-22,9
Ratio de Sharpe	-0,3	Beta	0,7

PERFORMANCE HISTORIQUE

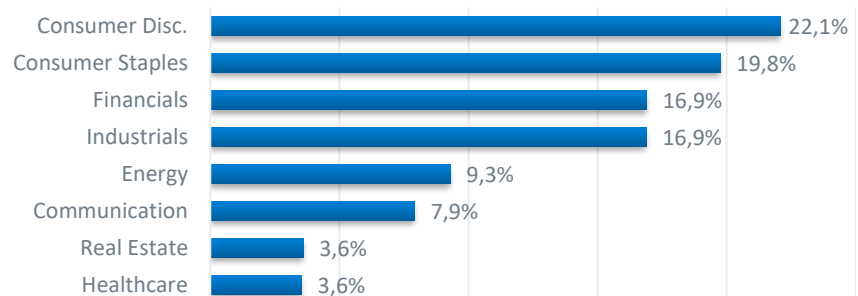


— Stabiho Emerging Markets Action S
 — MSCI Emerging Market Net return - EUR

PRINCIPALES POSITIONS (%)

Sociétés:	%
CHINA RESOURCES BEER HOLDING (XHKG)	7,0
AIA GROUP LTD (XHKG)	5,2
ANTA SPORTS PRODUCTS LTD (XHKG)	5,0
MINTH GROUP LTD (XHKG)	4,9
JARDINE MATHESON HLDGS LTD (XSES)	4,3

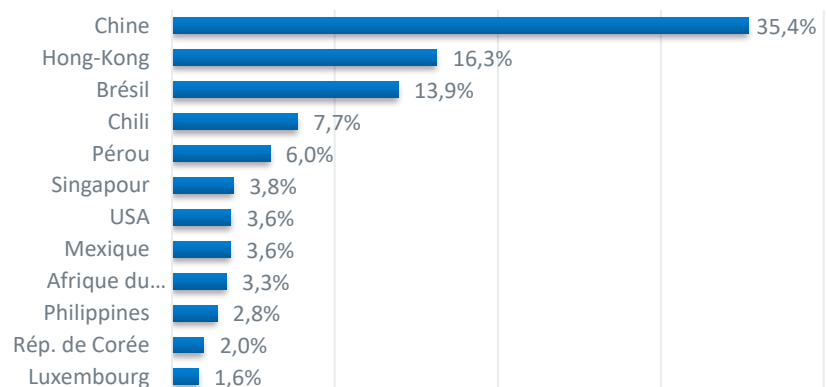
EXPOSITION PAR SECTEUR (%)



MÉTRIQUES DU FONDS

Métriques:	
P/E NTM (x)	12,1
P/BV (x)	2,2
DY (%)	3,7
ROE (%)	15,6
Ebitda (%)	19,9
ND/Ebitda (x)	0,9
EPS Growth 2024 (%)	16,1

EXPOSITION PAR PAYS (%)



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

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%	-

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

** 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.

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.

Commentaire trimestriel de gestion (1/3)

Le lancement de notre fonds **Stabiho Emerging Markets** a eu lieu à l'été 2023 et nous pouvons désormais faire un premier bilan de notre travail, bien que nos analyses et notre positionnement stratégique portent sur le long terme, trois ans au minimum.

Force est de constater que pour l'instant la performance du fonds sur les douze derniers mois est décevante, très légèrement en absolu mais surtout en termes relatifs.

En absolu, les marchés émergents n'ont pas délivré de surperformance, puisque sur un an, l'indice MSCI EM a progressé de 19,6% en euros face à un MSCI World en hausse de 26,6%. **Comment expliquer cette situation ?**

Il faut probablement commencer par la force des bourses occidentales et surtout de Wall Street. Cette dernière a été alimentée par la très bonne santé de l'économie américaine et par la bulle qui s'est formée autour des sept magnifiques et de l'IA. Peu importe pour les investisseurs que la croissance économique de l'autre côté de l'Atlantique soit malsaine, obtenue à coups de déficits et d'endettement records et d'un plan de relance post COVID lui aussi massif, car équivalent à plus de 25% de PIB. Peu importe également que les investissements en IA que tous se précipitent à réaliser, ne se traduisent ni par plus de productivité ni par l'émergence d'applications réellement utiles à l'industrie ou à la population. Peu importe enfin que tout ceci se fasse au détriment des masses, surtout des jeunes, dont le pouvoir d'achat ne cesse de baisser et qui expriment leur mécontentement dans les urnes, en plongeant le monde politique occidental dans un désarroi de plus en plus profond et dangereux. Si nous saupoudrons tout cela par des valorisations excessives, il est en effet plutôt difficile de justifier la très forte performance des marchés développés et du marché américain en particulier. Et pourtant... In fine, le marché n'est qu'une machine à voter et jusqu'à présent les investisseurs ont tous ou presque voté dans la même direction.

Face à cette incroyable exubérance des États-Unis, la Chine a choisi un tout autre chemin, cette fois ci. Équilibre, partage, sobriété, prudence sont les mots d'ordres qui définissent désormais les politiques de la Chine qui, à la surprise générale, a décidé de ne pas stimuler son économie à la sortie du Covid. Si on y ajoute la grande crise immobilière, conséquence des excès et des erreurs politiques passées, nul ne peut s'étonner de l'anémie momentanée de l'économie chinoise. Cette dernière délivre peu de croissance en volume, et la quasi déflation ne permet pas aux entreprises de monter les prix, ce qui se traduit par des marges faibles et donc une croissance des bénéficiaires bien en dessous des attentes.

Le MSCI China, le plus grand composant de MSCI EM, a donc logiquement été en recul tout au long des douze mois écoulés et ceci jusqu'à mi-septembre, moment où les autorités ont finalement décidé d'agir pour relancer l'économie et le marché. En quelques jours à peine le MSCI China a ainsi pu gagner 26% en euros !

Ni ce finish de trimestre impressionnant de la Chine, ni les très bonnes performances de Taiwan et d'Inde (+41,6% et +32% respectivement en euros) n'ont pu inverser la sous-performance de l'indice émergent sur douze mois ou depuis le début de l'année. Mentionnons peut-être très rapidement que de nombreux pays émergents (Brésil, Chili, Pérou, Mexique, Philippines, Indonésie, Thaïlande) ont mené des politiques monétaires restrictives face au sursaut d'inflation à leurs sorties respectives du Covid. Ils ont également décidé de ne pas fragiliser leurs comptes publics et n'ont pas stimulé à outrance pendant la pandémie, ce qui a souvent prolongé les déséquilibres socio-économiques causés par le Covid. Ainsi, les bilans sont sains mais avec une croissance pour l'instant faible. « Short term pain, long term gain » pourrait-on dire... exactement le contraire de ce qui a été appliqué en Occident. À date, le marché récompense la croissance même si celle-ci n'existe qu'aux dépens de bilans dangereusement alourdis.

Ainsi, en regardant l'excédent commercial record de la Chine, la croissance extraordinaire de l'économie indienne, les ratios d'endettement enviables de l'Asie du Sud Est, une très bonne maîtrise des pressions inflationnistes en Amérique Latine ou encore une relative stabilité politique un peu partout dans les pays émergents, on a le droit de se demander pourquoi leurs bourses n'ont pas fait mieux. Ce n'est très certainement que partie remise...

Pour résumer, les bourses développées ont surperformé les bourses émergentes à la sortie de la pandémie et lors de ces douze derniers mois mais la situation pourrait bel et bien être en train de s'inverser.

Commentaire trimestriel de gestion (2/3)

La **performance relative** de notre fonds a été victime de plusieurs facteurs.

Premièrement, le positionnement de Stabiho Emerging Markets a été délibérément défensif à son lancement. À l'été 2023 les marchés semblaient déjà bien essouffés après leur fort rebond depuis le point bas d'octobre 2022 (+28% pour le MSCI World ou +21% pour le MSCI EM) tandis que les fondamentaux économiques étaient incertains. Nous avons donc décidé d'inclure dans notre première sélection quelques valeurs (Singapour Telecom, Odontoprev, Jardine Matheson, Tingyi, Sanlam) dont le caractère défensif devait assurer une certaine résistance en cas de turbulences plus sévères. Contre nos attentes et malgré des déséquilibres majeurs mentionnés succinctement ci-dessus, les marchés ont poursuivi leur ascension, tirés pour l'essentiel par quelques valeurs de S&P500 connues de tous. Sans même mentionner la bulle IA qui s'y est greffée et qui a clairement joué contre notre performance (par exemple, ne pas être exposé à TSMC a coûté au fonds environ 4 à 5% de performance relative).

Deuxièmement, notre philosophie d'investissement met l'accent sur une valorisation raisonnable, à côté de la croissance et de la qualité. Ces dernières années, les marchés ont été poussés par les valeurs technologiques d'une part et par les valeurs de croissance d'autre part, de sorte qu'il est difficile d'associer aujourd'hui prix raisonnable avec les valeurs de croissance et/ou de technologie. Dans le monde émergent, ce phénomène s'est traduit par une grande surperformance du marché indien (valeurs de croissance) et de la bourse de Taiwan (valeurs technologiques). Au moment de la création de Stabiho Emerging Markets, aucune société de ces deux pays n'était valorisée raisonnablement, aucune ne montrait de potentiel d'appréciation selon notre modèle de valorisation. Logiquement, nous avons donc décidé de ne pas en inclure dans notre première sélection. La situation s'est même accentuée depuis. Dans notre univers d'investissement, le PER moyen à 12 mois de nos douze valeurs indiennes est d'environ 21x et il est de 22x pour nos trois sociétés taiwanaises (seulement trois car Taiwan n'a plus grand chose d'un pays émergent). On peut difficilement gagner de l'argent à long terme, en payant un multiple aussi élevé comme point d'entrée. Ce n'est pas impossible bien sûr, mais cela reste relativement exceptionnel, en particulier dans le monde émergent où la croissance est en général moins durable et moins régulière que dans le monde développé.

Face à ces marchés à valorisations gonflées, nous devrions peut-être mentionner la Chine à 15x après le rebond, le Brésil et le Chili à 13x, les Philippines à 12x ou encore le Pérou à 8x, en rappelant qu'il s'agit ici de multiples agrégés des valeurs que nous avons sélectionnées dans l'univers d'investissement et non pas des marchés individuels dans leur globalité (qui eux ont des multiples plus bas en grande majorité). Aucun de ces pays ne se trouve actuellement au bord de la faillite et certains sont en train d'accélérer progressivement grâce à des politiques monétaires assouplies. Même la Chine, boudée par les investisseurs et tant décriée par les médias occidentaux, ne fait pas réellement face à une situation catastrophique. C'est donc très naturellement, et en nous basant sur des analyses objectives, que nous avons sélectionné de nombreuses sociétés chinoises, brésiliennes, chiliennes, péruviennes (et une philippine) dans notre portefeuille : l'impopularité de ces pays a créé de belles opportunités d'achat de sociétés de qualité.

Le portefeuille SEM est donc positionné très loin de son indice de référence et de la majorité de ses concurrents. À ce stade, une forte pondération sur la Chine, l'absence de Taiwan et d'Inde, la très faible exposition à la technologie nous ont été défavorables. Malgré une certaine souffrance (ceux qui sont dans notre métier comprendront), nous sommes sereins et restons fortement convaincus que le positionnement actuel du fonds **Stabiho Emerging Markets** va payer. Regardons par exemple les métriques de notre fonds : PER à 12 mois à 11,9x, rendement sur dividende de 3,3%, croissance estimée en 2024 à 16%, rentabilité moyenne des fonds propres de 15%. De plus, en calculant le potentiel d'appréciation agrégée du portefeuille on tombe sur 21%, ce qui signifie que nos sociétés, en se basant sur leur potentiel de croissance/rendement (pour 1/2) et l'expansion de leurs multiples (pour 1/2), pourraient grimper de 21% de valeur pour atteindre leur juste prix. Être à son juste prix ne veut pas dire être survalorisé mais seulement être en ligne avec les attentes de croissance/rendement et avec ses propres valorisations historiques et délivrer un retour annuel égal au taux d'actualisation, celui que nous utilisons pour le portefeuille est à deux chiffres.

Troisièmement enfin, notre sélection de titres a été plutôt bonne en général, même si toutes nos entreprises n'ont pas délivré ce qui était attendu d'elles. Les derniers résultats intérimaires se sont avérés meilleurs qu'anticipés pour un peu plus de 50% de notre portefeuille, plutôt neutres pour environ un quart tandis que pour un petit quart restant les chiffres publiés

Commentaire trimestriel de gestion (3/3)

ont été moins bons qu'attendu. Dans ce dernier cas de figure, nous avons parfois dû prendre des mesures fortes lorsque la faiblesse nous semblait potentiellement durable, comme dans le cas de Yuexiu Transportation. Les perspectives pour cette société autoroutière chinoise se sont dégradées compte tenu de la perte d'une concession et de manque de nouveaux projets intéressants. Plus tôt dans l'année, nous avons aussi vendu notre position dans Orion Corp en Corée (producteur de biscuits, snacks et boissons) car la société s'est soudainement diversifiée dans l'activité de biopharmacie, un mouvement que nous ne comprenons absolument pas. Dans d'autres cas de déception légère, comme pour Universal Robina (Philippines/consommation de base), Localiza (Brésil/location de voitures) ou pour Jardine Matheson (Singapour/holding industriel et immobilier) nous surveillons les évolutions de près.

Quelques-unes de nos positions clés n'ont pas performé malgré la publication de très bons chiffres et de solides perspectives. C'est par exemple le cas de Schlumberger et de China Oldfield Services, dans le domaine des services pétroliers, lesquels ont enregistré des augmentations respectives de leurs bénéfices de 18% et de 19% et ont surpris positivement le marché. Ou encore de Minth en Chine, un grand joueur international dans les composants automobiles qui malgré une croissance à 20%, croissance que nous voyons durer, n'a pas pu augmenter son multiple de bénéfices de... 5x !

Nous prenons un certain plaisir à constater que notre thèse d'investissement pour les entreprises de consommation non cyclique se confirme peu à peu.

En effet, il y a quelques mois nous avons parlé de faiblesse des marges du secteur, faiblesse causée par une volatilité importante mais passagère des prix des matières premières ainsi que les pressions inflationnistes, lesquelles ont rendu l'augmentation des prix momentanément plus difficile. On constate aujourd'hui un rebond des marges brutes et opérationnelles chez China Resources Beer, Tingyi, Universal Robina et Embotelladora Andina et ceci malgré une certaine faiblesse des volumes vendus. Car force est de constater que le consommateur émergent a pris un coup suite au Covid et au sursaut d'inflation : son pouvoir d'achat doit encore se normaliser.

Il est enfin intéressant de noter que lors du trimestre écoulé, nous avons fait face à quelques mouvements sur les marchés qui peuvent par ailleurs être précurseurs d'un changement à venir. Nous avons constaté que :

1. le complexe IA/TMT ne surperforait plus tout le reste avec autant de conviction ; pire encore, il n'a pas offert de protection lors des turbulences récentes ;
2. le marché chinois, malgré son impopularité (ou peut-être grâce à elle) a plutôt bien résisté lors des secousses du mois d'août et a ensuite initié un mouvement de rebond spectaculaire sur la deuxième moitié de septembre suite aux annonces prometteuses et quelques actions concrètes des autorités chinoises ;
3. les secteurs plus défensifs se sont plutôt bien comportés durant cette période volatile.

Mais ce qui nous réjouit le plus c'est que le portefeuille **Stabiho Emerging Markets** a permis de réduire les pertes et la volatilité sur un moment difficile pour les marchés, un premier test de notre stratégie plutôt bien réussi.

Pour conclure, nous pensons que le portefeuille **Stabiho Emerging Markets** bénéficiera de deux forces dans le futur proche. D'une part, on peut très raisonnablement s'attendre à une surperformance des marchés émergents, et de la Chine en particulier (nous vous invitons à écouter notre dernier podcast pour mieux comprendre notre point de vue sur ce sujet) face à un marché américain suracheté, cher et aux fondamentaux en perte de vitesse. D'autre part, nous arrivons probablement à la fin d'un cycle boursier, cycle qui a favorisé la croissance et la technologie à tout prix au détriment de la consommation ou de la santé, l'Inde au détriment de la Chine, Taiwan au détriment du Brésil, etc. La dynamique pourrait bel et bien changer avec l'arrivée d'un nouveau cycle boursier. Le portefeuille de **Stabiho Emerging Markets** a déjà largement anticipé ce changement de « leadership ».

Les meilleures performances du trimestre (en euros) :

Yum China Holdings Inc (Chine)	+47,4%
Minth Group Ltd (Chine)	+27,3%
AIA Group Ltd (Hong-Kong)	+27,0%
China Resources Beer Holdings (Chine)	+25,1%
Anta Sports Products Ltd (Chine)	+21,7%

Les moins bonnes performances du trimestre (en euros) :

Azzas (Brésil)	-19,2%
Empresas Copec SA (Chili)	-16,2%
Schlumberger NV (USA)	-14,5%
Samsung Fire & Marine (Corée du Sud)	-10,7%
Fibra Macquarie Mexico (Mexique)	-9,3%

Nous avons intentionnellement dédié ce rapport trimestriel à l'explication de la performance de Stabiho Emerging Markets. Pour les commentaires relatifs aux résultats de sociétés et mouvements dans le portefeuille, nous vous renvoyons à nos podcasts mensuels que vous pouvez trouver sur notre site dans la rubrique média.

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.