

Stabiho Emerging Markets

Actif sous gestion : 11,64 M€

Part	ISIN	Ticker Bloomberg	Valeur liquidative (euros)
Part S	FR001400GN92	STEMMKS FP	94,28
Part P	FR001400GN84	STEMMAP FP	93,32
Part Z	FR001400GNA9	STEMMAZ FP	93,82

SICAV Actions Pays Émergents

PAYS D'ENREGISTREMENT



EQUIPE D'INVESTISSEMENT



**Charles
Biderman**



**Wojciech
Stanislawski**

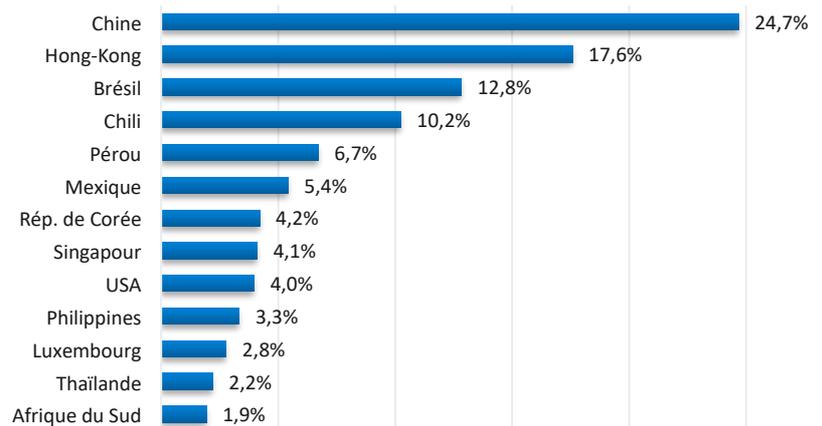
STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

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 (%)

Société:	%
ODONTOPREV S.A. (BVMF)	5,6
FIBRA MACQUARIE MEXICO (XMEX)	5,3
JARDINE MATHESON HLDGS LTD (XSES)	4,8
AIA GROUP LTD (XHKG)	4,6
CHINA OILFIELD SERVICES (XHKG)	4,6

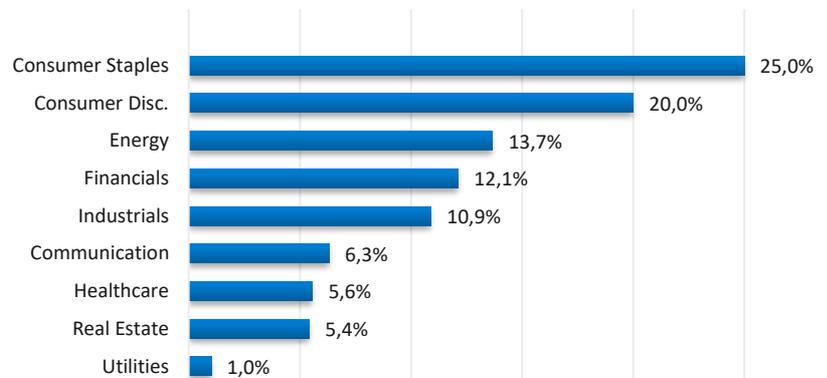
EXPOSITION PAR PAYS (%)



MÉTRIQUES DU FONDS

Métriques:	
P/E NTM (x)	11,4
P/BV (x)	2,1
DY (%)	3,8
ROE (%)	15,3
Ebitda (%)	22,2
ND/Ebitda (x)	1,1
EPS Growth 2024 (%)	13,7

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 (1/4)

À l'image de la fin de l'année 2023, le premier trimestre 2024 s'est déroulé sous le signe d'une euphorie croissante autour de l'IA et d'un dénigrement continu de la Chine.

Parler d'IA ne nous est pas facile, puisque dans le détail ce phénomène dépasse un peu nos compétences tandis qu'un certain flou existe autour de sa vraie ampleur, même chez les spécialistes. Nous nous permettrons seulement deux remarques.

À ce stade, nous n'avons pas pu clairement identifier d'applications d'IA Générative qui auraient un vrai impact sur la productivité. Les utilisations actuelles seraient souvent plus proches d'une amélioration des process d'automatisation que d'une application réelle d'IA Générative. Quoi qu'il en soit, l'utilisation de l'IA signifiera une augmentation massive des besoins en capacité de calcul mais l'ampleur de ce besoin est encore très difficile à évaluer : parle-t-on d'une multiplication par 2, par 5 ou par 10 de la demande en puces et microprocesseurs et à quelle échéance ? Cette « petite » incertitude pourrait avoir son importance... Tout en admettant que l'IA est très probablement une innovation majeure pour l'humanité, nous retenons donc notre souffle pour en savoir un peu plus.

Par ailleurs, nous avons pu récolter quelques chiffres sur les investissements en cours en termes de capacité de production des microprocesseurs, chiffres qui nous paraissent un peu plus précis que ceux relatifs à la demande. En effet, plusieurs pays (États-Unis, pays de l'Union Européenne, Corée du Sud, Chine, Inde) ont fait entrer en vigueur leurs « Chips Acts » visant à accroître massivement les supports pour le secteur, considéré désormais d'importance stratégique. Selon nos calculs, l'argent qui est en train d'être déployé dans les nouvelles usines, par les acteurs privés, publics ou les deux, oscille entre 600 et 1000 milliards de dollars. Sans vouloir trancher le débat, on peut probablement dire sans trop de risque qu'il y aura « un peu » plus de puces en circulation dans les années à venir. Trop ? Pas assez ? Nous ne le savons pas.

Sur le sujet de la Chine, nous nous sommes prêtés à un exercice assez scolaire mais tout aussi amusant, celui de collecter les articles de presse qui parlent de la Chine, exercice plutôt facile, puisqu'il y en a tous les jours et très souvent en première page. Inutile de préciser qu'ils ont, en très grande majorité, un ton négatif. Parmi les titres qui nous sont tombés sous les yeux ces dernières semaines on trouve :

« Uninvestable : China's \$2tn stock rout leaves investors scarred »

“China's prices fall at fastest rate in 15 years as economy battles deflation”

“China's consumers tighten belts even as prices fall”

“US investors in emerging markets switch to ETFs that exclude China”

“Foreign direct investment into China slows as investors pull out money”

“US says it will act if China dumps goods on global markets”

Cette rhétorique très biaisée des médias a fait son effet, le mois de janvier ayant été désastreux pour le marché chinois. Mais à force de lire toujours la même chose, les investisseurs commencent à ne plus faire attention ou peut-être, à en juger par des sorties massives des fonds émergents et chinois des derniers trimestres, ceux qui devaient vendre l'ont déjà fait. Sans même aucune annonce de fameux « bazooka », le marché a changé de direction et a rapidement effacé ses pertes. Nous ne sommes pas des amateurs inconditionnels de la Chine (voir notre dernière newsletter), mais nous ne serions pas surpris si la tendance haussière se poursuivait un certain temps, ce qui pourrait avoir un impact favorable sur la performance de notre fonds.

En ce qui concerne cette dernière, nous devons constater que sur le premier trimestre de l'année, nous avons abandonné quelques points par rapport à notre indice de référence, que nous regardons peu, comme vous le savez. La VNI du fonds s'est inscrite en baisse de 0.3% face à l'indice MSCI EM qui lui a progressé de 4.7% en euros. Certes, la Chine a rebondi par rapport au point bas de janvier mais l'Inde, Taiwan et la Corée, soit quasiment la moitié du MSCI EM, ont progressé davantage : ils n'ont pas été affectés par un mois de janvier compliqué alors que la frénésie IA leur a été globalement très favorable.

Commentaire trimestriel de gestion (2/4)

Fondamentalement, notre exposition à la Chine se porte bien. Nous détenons onze sociétés chinoises, plus AIA et Jardine Matheson (JM), ces deux dernières ayant une exposition significative mais non majoritaire sur la Chine. En agrégé, notre bloc chinois (environ 40% de l'actif) présente des caractéristiques solides : croissance estimée de BPA (hors AIA et JM) de 19% et 16% en 2024 et 2025 respectivement (c'est mieux que le marché qui est à 12% et 15%), une rentabilité sur fonds propres (ROE) de 16% et un ratio de dette nette sur fonds propres de 20.5%, de nombreuses sociétés étant « net cash ». La valorisation agrégée de nos sociétés chinoises est légèrement en dessous de la moyenne de portefeuille : ratio cours/bénéfice 2024 (PER) de 10.8x, ratio cours valeur nette comptable 2024 (PB) de 1.8x et un rendement sur dividende 2023 (DY) de 3.4%. Ces entreprises sont bien positionnées pour contribuer significativement à la performance.

Parmi les titres qui nous ont un peu desservis ce trimestre, on peut citer le coréen **Orion Corp**, fabricant de confiseries, snacks et boissons, présent sur le marché local, en Chine, au Vietnam et en Russie. L'activité de base d'Orion se porte plutôt bien mais c'est l'annonce d'une acquisition dans le domaine de la biopharmacie qui a fait dévisser le titre. Ce mouvement a été inattendu et ne représente pas de grand intérêt stratégique pour la société tout en pesant sur sa rentabilité et sa trésorerie et cela pendant un temps que nous sommes incapables d'estimer. Frustrés par ce mouvement très « coréen », nous avons réduit notre investissement.

A la question quelle est la plus internationale des marques de bières dans le monde, beaucoup répondraient, à juste titre, Heineken. Cela fait en effet de nombreuses décennies que la société hollandaise éponyme s'emploie pour promouvoir sa marque, avec beaucoup de succès il faut l'admettre, puisque le produit est aujourd'hui présent dans plus de 190 pays. Il est assez intéressant d'observer que dans les pays dits riches, la bière Heineken est une boisson de moyenne gamme, alors que, dans le monde émergent, c'est un produit premium : commander une Heineken en Inde ou au Brésil est l'illustration d'un statut social.

A l'instar de son produit phare, la société Heineken, premier brasseur européen et deuxième mondial, est également une entité de haute qualité, fortement profitable et respectable, même si sa croissance a été moins étincelante ces dernières années. Il est vrai que la bière dans le monde développé séduit un peu moins et subit la forte concurrence de nombreux produits spiritueux ainsi qu'un certain rejet de l'alcool en général, pour des raisons d'hygiène de vie. Ainsi, à l'échelle globale, les volumes n'ont progressé que de 1% p.a. sur la décennie. La croissance dans le monde émergent a été plus forte, de l'ordre de 3-4% p.a., mais même dans ces zones là les niveaux de consommation par habitant s'approchent petit à petit des moyennes mondiales. Ce qui néanmoins différencie toujours le monde développé du monde en développement c'est la proportion des bières premium qui a « explosé » dans le premier mais commence à peine son ascension dans le second.

Ceci est particulièrement vrai en Chine où la premiumisation du marché de la bière en est à ses débuts. Nous avons pris une option sur cette évolution en investissant dans **China Resource Beer (CRB)**, une joint-venture entre le chinois China Resource Enterprise et Heineken et également le plus grand brasseur du pays (30% des parts de marché). Les deux entités ont coopéré depuis fort longtemps mais ce n'est qu'en 2018 que la relation a été formalisée à travers un lien capitalistique. Depuis, CRB s'emploie à promouvoir Heineken auprès de ses nombreux points de vente. 2023 a été la première année où les bouteilles vertes ont été distribuées par l'ensemble du réseau CRB. Depuis le début de la joint-venture, les volumes Heineken en Chine ont plus que triplé mais ne représentent toujours que 5% des volumes totaux vendus par CRB. La contribution au chiffre d'affaires est naturellement plus importante (13%) et les produits premium sont en général 50% plus profitables que les bières « mainstream ». La part mondiale des produits premium dans les volumes est de l'ordre de 25%-30%, selon la définition du premium. Le travail (et le potentiel de développement) qui attend CRB est donc conséquent.

Au-delà d'Heineken, CRB c'est aussi la plus grande marque de bière en Asie, Snow (représentant 80% des ventes), que la société a su décliner en plusieurs variantes. Snow reste cependant un produit de base/low cost, qui répond particulièrement bien aux besoins du consommateur chinois du moment.

La premiumisation de CRB signifie donc amélioration des marges. Ces dernières sont également positivement impactées par la rationalisation des systèmes de production et de distribution. En guise d'exemple, le nombre d'usines est passé de 90 à 63 sur les 20 dernières années et 10 autres vont être progressivement fermées.

Commentaire trimestriel de gestion (3/4)

La joint-venture avec Heineken permet à CRB d'épouser les meilleures pratiques opérationnelles. En tout, la société pense pouvoir ajouter 500 points de base à sa marge Ebitda qui est d'environ 20% aujourd'hui.

Boursièrement, CRB a beaucoup souffert ces 12 derniers mois, comme d'autres sociétés chinoises exposées à la consommation. Le titre s'est fortement dévalorisé, son multiple de bénéfice passant d'une moyenne historique de 40x à 16x aujourd'hui. C'est donc assez naturellement que nous avons pris une participation. Le titre est en hausse de 5.4% sur le trimestre.

Notre relation avec Heineken ne s'arrête pas à la Chine. Nous sommes également exposés à **Compania Cervecerias Unidas (CCU)** au Chili qui est une joint-venture entre Heineken et le conglomérat local Quiñenco (groupe Luksic). CCU réalise 67% de son chiffre d'affaires dans la bière au Chili et 23% dans la région (surtout en Argentine), les 10% restants étant représentés par le vin.

CCU a aussi été assez maltraité en bourse et son prix n'est pas loin des plus bas pandémiques, 40% en dessous des niveaux de 2019. Force est de constater que les résultats produits par CCU ont été décevants ces deux dernières années, principalement pour des raisons externes : récession au Chili, prix des matières premières en forte hausse, inflation galopante en Argentine, dévaluation du peso argentin, météo particulièrement pluvieuse à cause d'El Nino,...

Nous pensons que 2023 a été le point bas des résultats. Notre investissement en CCU est donc moins lié à la premiumisation (bien plus avancée en Amérique Latine qu'en Chine) mais plus à une reprise cyclique de la croissance du brasseur. Sans détailler tous les éléments, cette dernière devrait provenir de 1/ la sortie de récession du Chili (voir notre newsletter n°2) et donc reprise de la consommation, 2/ l'amélioration de la situation économique en Argentine, 3/ la récupération des marges grâce à la normalisation des prix des inputs.

Dans les résultats du Q4 2023, récemment publiés, nous observons que le troisième pilier de notre thèse d'investissement est déjà en train de se confirmer. Nous pensons que les deux premiers vont additionnellement jouer en faveur de CCU en 2024 et 2025 où la progression du BPA est prévue par le consensus à 44% et 20% respectivement. Le retour de la croissance devrait permettre au brasseur Chilien de se revaloriser, le PER de CCU ayant chuté de 18x historique à seulement 13x aujourd'hui. Le rendement de dividende est de 3-4%. Le bilan et la gouvernance (Heineken) sont très solides. CCU a monté de 3.7% sur le trimestre.

En évoquant des sociétés malmenées en bourse et se traitant toujours au niveau du Covid, il est difficile de ne pas mentionner **Singapore Telecom (SingTel)**, dans laquelle nous détenons une position. SingTel c'est d'une part un opérateur « classique » de téléphonie mobile et fixe à Singapour et en Australie (environ 1/3 du résultat taxable) et d'autre part une « holding telecom » avec des participations en Telkomsel en Indonésie (35%), Bharti Airtel en Inde (29%), AIS en Thaïlande (23%) et Globe aux Philippines (47%), pour ne citer que les plus importantes (environ 2/3 du résultat taxable). SingTel c'est donc une multitude de marchés répondant souvent à des dynamiques différentes, Singapour et Australie étant des marchés matures, alors que les participations génèrent toujours (un peu) de croissance. Globalement, nous n'attendons qu'une croissance modeste de SingTel et nous nous y intéressons surtout pour son rendement sur dividendes généreux. Ce dernier est tiré par la génération récurrente de cash-flow excédentaire et par les ventes opportunistes d'actifs non stratégiques que la société entreprend désormais régulièrement pour simplifier sa structure.

Cela dit, force est de constater que les résultats de Q3 2023 de SingTel, publiés récemment (année fiscale à fin mars), ont été assez frustrants. La partie mature a légèrement décliné à la suite de la faiblesse de la demande et de la pression sur les prix. La valeur de ses actifs émergents a été affectée par des dépréciations de devises (la roupie indienne et le naira au Nigeria) alors que Telkomsel en Indonésie a vu ses chiffres baisser très légèrement. Le résultat net a été sauvé par les ventes d'actifs et s'inscrit donc en parfaite stabilité sur les neuf mois de l'année. La probabilité d'un dividende exceptionnel a encore augmenté et nous pourrions bien voir SingTel avec un rendement de 7% cette année (au lieu de 5% habituel). Il y a donc momentanément un petit côté obligataire en SingTel au bilan très solide et retour sur fonds propres d'environ 10%. Momentanément, car après une année stable nous anticipons le retour d'« un peu » de croissance en 2024 et 2025, 15% (récupération de 2023 à oublier) et 7% respectivement. Le titre se traite à 14x les bénéfices des 12 mois à venir.

Commentaire trimestriel de gestion (4/4)

Nous conservons notre position pour le moment, position qui est en hausse de 2.4% depuis le début de l'année.

Le portefeuille de **Stabiho Emerging Markets** est donc doté de nombreuses munitions pour générer des résultats solides, voire supérieurs à la moyenne. Les actions des marchés émergents restent sous pression, en partie dû au dénigrement de la Chine et en partie à une formidable concentration d'intérêts autour de quelques valeurs américaines que tout le monde connaît. Le changement de sentiment, le retour du bon sens et surtout l'acceptation que les fondamentaux économiques dans le monde émergent sont plus solides que dans le monde occidental pourraient bien surprendre les investisseurs trop peu exposés.

Les meilleures performances du trimestre (en euros) :

Ferreycorp SAA (Pérou)	+19,2%
Midea Group Co Ltd (Chine)	+18,5%
Credicorp Ltd (Pérou)	+15,8%
Tenaris (Argentine)	+15,8%
China Oilfield Services Ltd (Chine)	+15,4%

Les moins bonnes performances du trimestre (en euros) :

Orion Corp (Corée du Sud)	-23,0%
AIA Group Ltd (Hong Kong)	-21,0%
Mint Group Ltd (Chine)	-19,9%
Localiza Rent a Car SA (Brésil)	-14,5%
Engie Brasil Energia SA(Brésil)	-11,7%

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.