

Carnet de voyage : Chine - mai 2016

Nous venons de passer **deux semaines en Chine** pour y faire le point sur l'avancement des réformes, mesurer le sentiment du consommateur, détecter les dernières tendances. Nous avons **rencontré plus d'une quarantaine de sociétés** dans des secteurs très variés. Notre voyage a commencé par la conférence Macquarie organisée à Hong-Kong et à Shenzhen et réunissant plus de 120 sociétés et 450 gérants de portefeuilles. Ensuite nous avons visité in situ des sociétés à Shanghai, Pékin et Wuhan. Les équipes dirigeantes de **Want Want, Hengan** et **Intime Retail** dans la consommation courante et celles de **DongFeng Motors** (Honda, Nissan, Peugeot), **Great Wall Motors** ou **SAIC** (Volkswagen et GM) dans l'automobile ont partagé avec nous leur sentiment mitigé sur le consommateur chinois. Nous avons fait le point sur le progrès de l'assurance (demande et rendements des actifs) auprès des équipes de **China Life Insurance, New China Life** et **Pacific Insurance**. La direction de **Baosteel**, premier aciériste du pays, et dont nous avons visité une usine, nous a confié son sentiment sur l'évolution des capacités de production dans le secteur et sur l'impact de la forte hausse récente des prix. En un mot, l'économie chinoise continue sur sa tendance long-terme de ralentissement (ce qui ne nous surprend pas). Mais, afin de diriger le gros paquebot qu'est devenue cette 2nde économie mondiale, le gouvernement n'a d'autres choix que de suivre la politique du « deux pas en avant, un pas en arrière ». Aussi afin de ménager les industries traditionnelles dont le poids reste encore important, le gouvernement s'est engagé depuis l'été dernier dans un mini plan de relance. Ce stimulus qui a redonné un souffle d'air aux entreprises endettées arrive désormais à son terme selon nous. On le voit d'ailleurs dans la forte correction du crédit en avril : -29% a/a. En revanche, **ne sous-estimons pas l'importance du 13^{ème} plan quinquennal (2016-2020) dont les deux objectifs principaux sont les suivants : améliorer la qualité de vie des Chinois (air, eau, santé ...) et permettre la montée en gamme de l'appareil industriel.** Ce plan crée des opportunités de croissance tout-à-fait intéressantes dans de nombreux secteurs au premier rang desquels figure la consommation.



Focus consommateur : chasse à la nouveauté

Dans le secteur de la consommation courante, la direction de **Hengan**, leader chinois de l'hygiène féminine, des couches culottes et mouchoirs en papier, a partagé avec nous ses inquiétudes sur la très forte compétition prix qui règne dans le secteur. En observant le rayon concerné dans un supermarché, on prend effectivement conscience de



l'intensité concurrentielle. En revanche en visitant à Shanghai **Zhongsheng**, le concessionnaire Mercedes, Land Rover et Porsche, nous avons été frappés par l'affluence. La direction confirme que sur les quatre premiers mois de l'année les ventes croissent de

17% a/a, (notamment grâce à de nouveaux lancements chez Mercedes). Aussi la limite sur le nombre d'immatriculations imposée dans les grandes villes a plutôt tendance à favoriser les marques premium. Des solutions de financement peu chères voir gratuites aident sans doute également. Conclusion : une concurrence acharnée pour les produits courants et une prime importante à la différenciation.

Focus tendance : internationalisation des entreprises privées et montée en gamme

En manque de talents et de technologies de pointe localement, les entreprises chinoises ont accéléré leurs acquisitions à l'étranger. Sur les quatre premiers mois 2016, elles ont dépensé 111 Md\$, soit un montant légèrement supérieur à celui déboursé sur toute l'année 2015 ! Le phénomène n'est pas nouveau mais dans le cadre du 13^{ème} plan quinquennal, l'objectif de la Chine est de monter en gamme, capter une

part plus importante de la valeur ajoutée à l'exportation et surtout de mieux servir son immense marché domestique. Par exemple, le spécialiste des pièces détachées automobiles Joyson Electronics (CA de 1,2 Md\$, coté à Shanghai), a effectué son premier pas à l'international en 2011 avec l'acquisition de l'allemand Preh, à l'époque deux fois plus gros que Joyson. Actuellement, la société attend de lever du capital sur le marché A afin de financer deux autres acquisitions : KSS, spécialiste américain des solutions de sécurité (airbags, ADAS) et la division de navigation de l'allemand TechniSat Digital. On s'approche de la voiture connectée. Dans les deux cas et comme avec Preh, **la direction prévoit de garder les équipes existantes et augmenter leurs budgets R&D.** En restant dans l'automobile, le leader chinois des pièces de structure et de décoration (voir le tableau ci-dessous) **Minth** (capitalisation boursière de 2,2 Md\$ et CA et 1,2Md\$) commence à profiter de sa présence mondiale.

Portefeuille de produits proposés par Minth

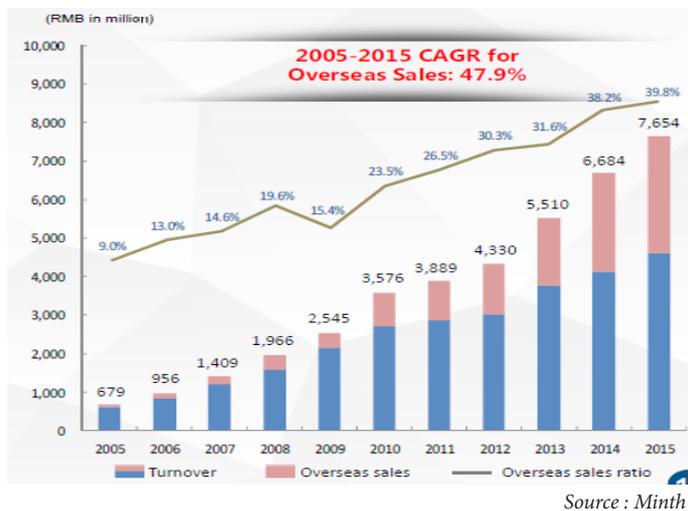
Trims	Since 1993	New Products		
<ul style="list-style-type: none"> Inner/Outer Baffle Molding Door Sash Molding Front/Rear Windshield Molding Bumper Molding Roof Ditch Molding Green House Molding 		<ul style="list-style-type: none"> Aluminum Structural Parts Plastic Front-end Module Electric Sliding Door System Electric Rear Door System Exhaust System 		
Body Structural Parts	Since 1999	Decorative Parts		
<ul style="list-style-type: none"> Door Sash Guide Rail Bumper Beam B-pillar / C-pillar Capping Slu Roof Cross Bar Side Window Assembly Pedal Plate 	<ul style="list-style-type: none"> Wheel Cover Grille Body Side Molding Quarter Window Trim License Plate Applique Door Handle Fender Patch Fog Light Cover 	<th>Roof Rack</th> <th>Since 2013</th>	Roof Rack	Since 2013
		<th>Seat Frame System</th> <th>Since 2010</th>	Seat Frame System	Since 2010

Source : Minth

Depuis 2005, la direction a réussi à augmenter la part du CA réalisé à l'étranger de 9% à 40%. Elle a diversifié sa

base de clientèle, historiquement un peu trop axée sur les constructeurs japonais (68% en 2005 contre 39% en 2015).

Internationalisation des ventes de Minth



Maintenant avec des usines au Mexique, en Allemagne, en Thaïlande et en Chine, la stratégie future de Minth est de devenir une plateforme globale, bénéficiant ainsi de son effet d'échelle. D'une part, la direction cherche à élargir sa clientèle, comme par exemple pénétrer davantage la chaîne du groupe VW (seulement 5% du CA actuellement) mais aussi les constructeurs chinois qui détiennent 50% du marché automobile local (22M de véhicules vendus en 2015 - seulement 8% des ventes). D'autre part, le groupe cherche à vendre davantage de pièces détachées par véhicule. A cette fin, Minth (forte de sa trésorerie nette de 300 M\$) n'hésite pas à faire des acquisitions ciblées ou s'associer en *joint venture* avec des groupes étrangers comme le japonais Fujitsu (caméras pour voiture) ou l'américain Haartz (décoration intérieure). L'ambition de Minth est de doubler le CA d'ici 2020 à 3Md\$. Les marges devraient augmenter progressivement, aidées par un meilleur mix produits et par le levier opérationnel. Ainsi pour 2016, la direction prévoit une marge brute entre 33 et 35% contre 31,7% en 2015 (38% en 2009). Le titre offre un rendement sur dividende de 3% (40% des profits étant distribués aux actionnaires) et se traite à un PER16 de 13x.

Dans la robotique, le leader de l'électroménager Midea vient de faire une offre d'achat sur 30% du capital de l'allemand Kuka, valorisant la société à 5 Md\$. Midea a accumulé déjà 13% du capital de Kuka depuis juin 2015. Cette annonce intervient après une prise de participation majoritaire dans l'activité électroménager de Toshiba en 2015 pour 473 M\$. Lors de notre visite, la direction souligne ses ambitions stratégiques futures : à moyen terme, se développer davantage à l'étranger avec la marque Toshiba, et à plus long terme développer des robots d'assistance (usage domestique et médical).

Les noms des sociétés sont donnés à titre d'exemples, ni leur présence dans le portefeuille, ni leur performance ne sont garanties. Le présent document est publié à titre d'information uniquement. Il ne constitue ni un document contractuel, ni une incitation à l'investissement. Il est destiné à des investisseurs professionnels et ne peut être diffusé à un tiers sans accord préalable de Gemway Assets SAS. Le fonds Gemequity est majoritairement investi en actions. Il présente un risque de perte en capital. La gestion est discrétionnaire. Il existe un risque que le fonds ne soit pas investi à tout moment sur les valeurs les plus performantes. Il existe un risque lié aux investissements dans les pays émergents qui résulte notamment des conditions de fonctionnement et de surveillance de ces marchés, qui peuvent s'écarter des standards prévalant sur les grandes places internationales ou de facteurs politiques et réglementaires. Pour plus d'informations sur le fonds et ses risques, nous vous invitons à vous référer au prospectus disponible sur simple demande auprès de la société de gestion au +33.(0)1.86.95.22.98 ou à contacter votre interlocuteur habituel. L'ensemble des frais supportés par les fonds sont disponibles dans les prospectus. Les frais courants sont mis à jour annuellement et disponibles dans les DICI des fonds. Le prospectus et les DICI sont disponibles sur le site: www.gemway.com

Focus technologie : Hua Hong Semiconductor (capi. 880M\$; CA 650M\$) et Goertek (capi. 6Md\$; CA 2,2Md\$)

HG 华虹宏力

L'ambition chinoise de devenir un leader mondial s'affiche également dans les semi-conducteurs. En 2015,

Tsinghua Unigroup (émanant de l'université Tsinghua à Pékin) s'est faite une place dans le secteur (mémoire, packaging des circuits intégrés) à force d'acquisitions. Selon certaines sources, le gouvernement prévoit de dépenser 24 Md\$ dans le secteur au cours des prochaines années. Nous pensons qu'à l'avenir quelques leaders chinois vont émerger dans la chaîne et à ce propos, nous nous sommes rendus au siège de **Hua Hong Semiconductor** à Shanghai. La fonderie de semi-conducteurs, appartenant à 60% au gouvernement, est spécialisée dans les circuits intégrés moyens de gamme (gaufres de 8 pouces - 90 à 500 nm) dont les applications se retrouvent dans l'industrie, le transport ferroviaire, l'automobile et le LED. Ce segment du 8 pouces bénéficie de l'upgrade continu du secteur tout entier encore composé à 50% d'applications dites bas de gamme (gaufres de moins de 6 pouces). Il est encore très fragmenté (Hua Hong n'en détient que 5%) et il est moins exigeant que le haut de gamme (12 pouces) dominé par le taiwanais TSMC (6,3% de GemEquity). Faisant suite à deux années d'investissement en capacités, Hua Hong devrait désormais voir son CA monter de près de 10% par an et son Free Cash Flow s'améliorer sensiblement. Le titre, coté à Hong Kong, se traite avec un PER17 de 7,6x et offre un rendement sur FCF 2017 de 15%.

GoerTek Inc.
have sound, will travel

Dans un autre registre, notre intérêt fut également attiré par **Goertek**, une entreprise

cotée à Shenzhen. Actuellement ils fournissent des solutions acoustiques à Apple, Samsung et d'autres fabricants de smartphones chinois. Il n'est désormais plus un secret que le prochain iPhone sera résistant à l'eau, ce qui est possible avec des composants acoustiques de technologie supérieure. Certes, la direction a de faibles espérances quant au volume de ventes (ils prévoient en interne 20% de baisse en volume par rapport à l'année précédente), mais le prix unitaire de leurs solutions devrait doubler. Rappelons que Goertek ainsi que son concurrent AAC Technologies (coté à Hong Kong) sont les deux seuls fournisseurs de telles solutions pour Apple. Par ailleurs, l'entreprise est également positionnée sur le marché de la Réalité Virtuelle. Sony prévoit de lancer son casque en octobre en extension à sa console de jeu et Microsoft ne devrait pas être long à réagir. Goertek est très optimiste sur ce segment et prévoit d'y générer 15% de son CA au second semestre 2016. Le CA est attendu en croissance de 35% ces deux prochaines années, avec des marges stables (marge brute de 24% et marge nette de 10%). La société investit 6% de son CA en R&D. Le titre se traite avec un PER17 de 18x.