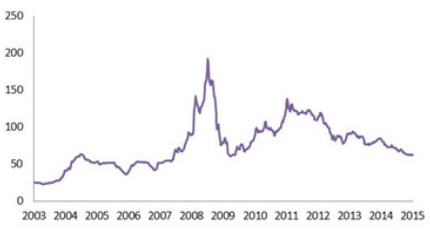
Carnet de voyage – Indonésie – juin 2015

Nous venons de passer 10 jours en Indonésie et aux Philippines pour rencontrer les sociétés et faire le point sur l'économie, le comportement du consommateur et l'avancement des projets d'investissement. Le contraste est surprenant. D'un côté une **Indonésie** au ralenti avec un marché automobile en baisse de 15% au 1er trimestre 15 (-24% en avril), une inflation toujours élevée de 7,1% (mai) et des taux d'intérêt à +7,5%. De l'autre côté, **aux Philippines** : les ventes de véhicules sont en hausse de 19%, l'inflation est à 2,4% et les taux à 4%. Pour les deux pays, la croissance du PIB au 1er trimestre a surpris à la baisse: 4,7% en Indonésie (vs 5,2% attendu) et 5,2% aux Philippines (vs 6,6% attendu), les moindres dépenses publiques et faibles exportations en étant les causes principales. Mais le consommateur philippin se révèle être bien plus solide et plus confiant dans l'avenir. Nous continuons donc de privilégier les Philippines dans notre allocation d'actif: 4% vs 2% en Indonésie. Nous restons néanmoins relativement confiants sur cette dernière à moyen terme et estimons que la situation économique pourrait s'améliorer en 2016 du fait d'investissements publics plus importants. Au total **nous avons rencontré 26 sociétés** (13 en Indonésie et 13 aux Philippines) dans différents secteurs. Dans cette première note, nous allons nous concentrer sur l'Indonésie où nous avons rencontré les deux principales banques du pays **BCA** et **Bank Rakyat** ainsi que les sociétés suivantes : **Ace Hardware**, **Astra International** et **Surya Citra Media** dans la consommation; **Kalbe Farma** et **Siloam Hospitals** dans la santé; **Indocement** et **Semen Indonesia** dans le ciment, le concessionnaire autoroutier **Jasa Marga** et **XL Axiata** et **Sarana Menara Nusantara** dans les telecoms.

L'Indonésie traverse une période d'ajustement de son modèle de croissance économique : d'une économie tirée par l'exportation des matières premières (et la consommation de la classe moyenne qui en a résulté), à une croissance tirée par les dépenses d'infrastructure. Cette transition pourrait s'avérer relativement longue, car les exportations (essentiellement le charbon, 4ème producteur et 1er exportateur mondial, 460MT) pèsent encore 47% du PIB.

Evolution du prix du charbon thermique ($ par tonne) Indice Newcastle



Source : Bloomberg

Or les prix du charbon chutent depuis 2012 (cf graphe ci-contre) du fait de la lutte contre la pollution et du ralentissement en Chine ainsi que de l'augmentation à venir de la production indienne. **United Tractors (UT)**, le partenaire exclusif de Komatsu en Indonésie nous signale une baisse de 7 à 8% en volume au 1er trimestre 2015 dans l'activité minière (80-90% de son CA) et nous fait part de sa volonté de se diversifier dans la construction. Sa maison mère, **Astra International** prévoit d'être plus active dans les projets publics d'infrastructure à venir et UT espère participer dans la phase de construction.

Or en même temps l'argent public tarde à affluer dans le système. La baisse du prix du pétrole a permis au nouveau gouvernement de supprimer les subventions au fuel en janvier 2015, libérant ainsi 20Mds$ qui doivent être redéployés en dépenses d'infrastructure sur les 12 prochains mois. Toutes les entreprises rencontrées sont en attente d'une reprise d'activité suite à ces dépenses. Mais les appels d'offre n'ont pas encore commencé (budget voté en février) et d'ici là on peut encore avoir de mauvaises surprises. D'autant plus que le gouvernement continue à annoncer des mesures populistes, la dernière étant la baisse de 25-30% des péages sur les autoroutes pendant 15 jours des festivités du Ramadhan.

Focus secteur : banques

En attendant, l'inflation reste élevée (7,1% en mai) et dans l'attente de la décision de la FED, le taux directeur risque de rester élevé à 7,5%, pénalisant la croissance des crédits et donc de l'économie. Selon la direction de **Bank Rakyat (BRI)**, 2nde banque du pays avec **62Mds$ d'actifs** (le gouvernement détient près de 57%), la croissance des prêts sur le marché est actuellement de 10-11%, alors que la moyenne ces dernières années était plutôt de 18-20%. Grâce à sa forte présence dans la micro-finance (50% de pdm), BRI s'en sort mieux et table sur 15-17% de croissance pour 2015. Croissance qui pourrait être boostée par l'annonce très récente du gouvernement de capper le taux d'intérêt pour les emprunts aux PME à 12% (vs 22-24% pratiqué). En revanche cette mesure populiste risque d'impacter sa marge de transformation (7,5% au 1T15) que la direction nous disait vouloir faire passer à 8,5% au 4T15. Ses créances douteuses augmentent légèrement (environ 2,2% du total des crédits) mais restent sous contrôle. BRI offre un ROE de 24% avec un ratio de capital confortable (Tier-1 à 17,5%). Autre bémol, sa valorisation reste élevée (2,3x l'ANC).

Focus secteur: consommation

La baisse des recettes liées à l'exportation des matières premières a eu un effet très néfaste sur la devise : - 44% depuis 2012 contre dollar (cf graphe ci-après).

Roupie indonésienne

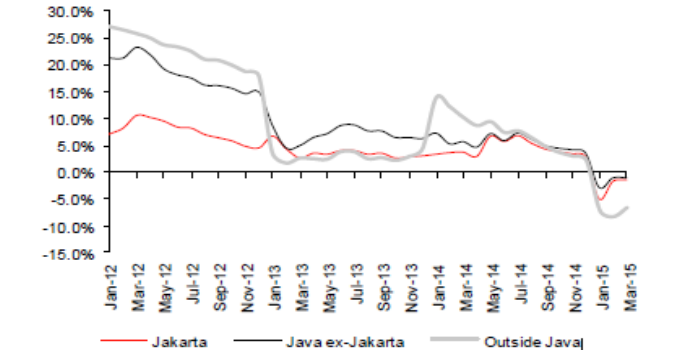
Source : Bloomberg

Cette dépréciation a eu comme effet de renchérir le prix des produits importés (plus de 50% des produits vendus sur le marché) et défavorise ainsi le consommateur indonésien, déjà affecté par la levée des subventions au prix de l'essence. En nous

rendant dans le centre commercial de Lippo Karawaci un jour férié, nous avons constaté une bonne affluence dans les allées mais très peu de gens avaient des sacs (il faut dire que, par 34° et 100% d'humidité, il vaut mieux déambuler dans les centres commerciaux climatisés qu'à l'air libre). Quasiment tous les magasins affichaient des promotions de 50-70% et nous avons été agréablement surpris de voir une très bonne affluence chez Matahari Department Stores (1% de GemEquity).

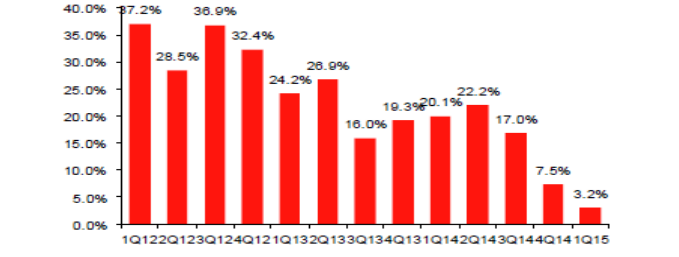
En discutant avec les sociétés, nous avons encore plus ressenti la brutalité du ralentissement. **Ace Hardware (CA de 400m$)**, la franchise de l'enseigne américaine type Conforama, enregistre **depuis 6 mois une décroissance à surface comparable** (cf graphe ci-après) et même si la tendance est à l'amélioration, le 2nd trimestre risque d'être dans le rouge également. 80% des produits sont importés, or afin d'attirer du trafic, l'entreprise fait des promotions et absorbe la baisse de la roupie. La direction avoue être surprise par la brutalité et la durée du ralentissement, comparable à 2008.

Ventes à surface comparable



Source : Macquarie

Croissance du CA



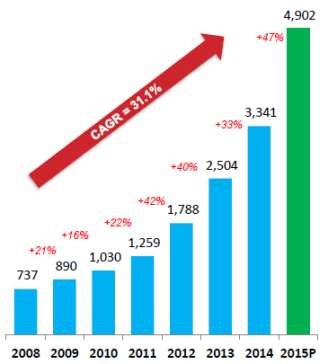
Source : Macquarie

Structurellement l'entreprise demeure solide. La direction prévoit de doubler le nombre de magasins à 200 d'ici 2020 (10-13% de croissance pa), le financement se faisant en interne avec les flux opérationnels. La marge opérationnelle s'élève à 12,5% et le ROIC à 27%. Le titre se traite avec un PER2016 de 17x.

Focus valeur: Siloam Hospitals (capitalisation boursière: 1,8 Mds$; CA: 350M$)

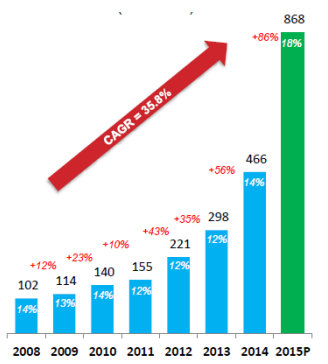
Siloam Hospitals est le premier opérateur d'hôpitaux privés en Indonésie (20 hôpitaux et 5 000 lits). Membre du **groupe Lippo** à hauteur de 70%, principal développeur immobilier du pays, Siloam bénéficie de l'infrastructure de la maison mère : les hôpitaux sont construits par cette dernière et ensuite loués à Siloam (loyer s'élève à 1-3% du CA). A l'issue de sa phase d'expansion (jusqu'en 2017), Siloam prévoit de gérer 50 hôpitaux et 10 000 lits, dont une dizaine de « mini » cliniques (40 lits vs 300 lits en moyenne) situés dans les centres commerciaux de Lippo (afin de capter le trafic). Actuellement le secteur de la santé est en déficit d'offre de services de qualité (hôpitaux, médecins, spécialistes, infirmières), les indonésiens les plus aisés se soignant à l'étranger. La stratégie de Siloam consiste à proposer le meilleur équipement médical (acheté chez Philips, seule expo USD) afin d'attirer les meilleurs spécialistes et ainsi les patients. Lippo aide en construisant la première école d'infirmerie (où nous avions RDV avec l'équipe dirigeante). Par ailleurs, même si encore 65% des dépenses médicales ne sont pas remboursées, la couverture santé (JKN) progresse : 70% de la population est couverte, l'objectif étant d'atteindre 100% d'ici 2019 (250M de personnes). Cela permet à Siloam d'augmenter le taux d'occupation des hôpitaux et donc ses marges, supérieures dans les hôpitaux mixtes (aile publique/aile privée). Au 1er trimestre, la société affiche une marge Ebitda de 22%, le CA étant en croissance de 30%. Le titre semble être cher au niveau actuel (EV/Ebitda 2016 de 19x) mais sur faiblesse, il nous apparaît opportun de se positionner.

Croissance du CA



Source : Siloam Hospitals

Marge Ebitda



Source : Siloam Hospitals

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. GemEquity est investi en actions et présente un risque de perte en capital. Pour plus d'informations sur GemEquity, vous pouvez contacter votre interlocuteur habituel et vous référer au DICI.

Gemway Assets - 53 avenue d'Iéna 75116 Paris
Contacts : Michel Audeban 01 47 23 97 92 / 06 85 83 26 73 - Estelle Mac Nulty 01 47 23 98 10 - contact@gemway.com