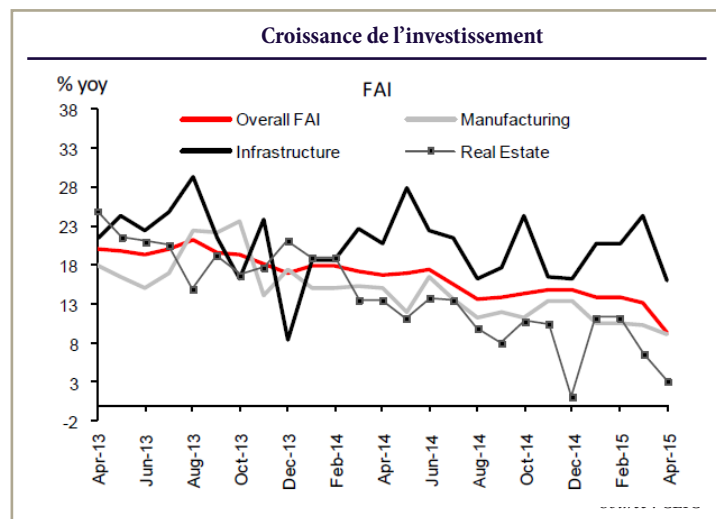


**Carnet de voyage – Chine – mai 2015**

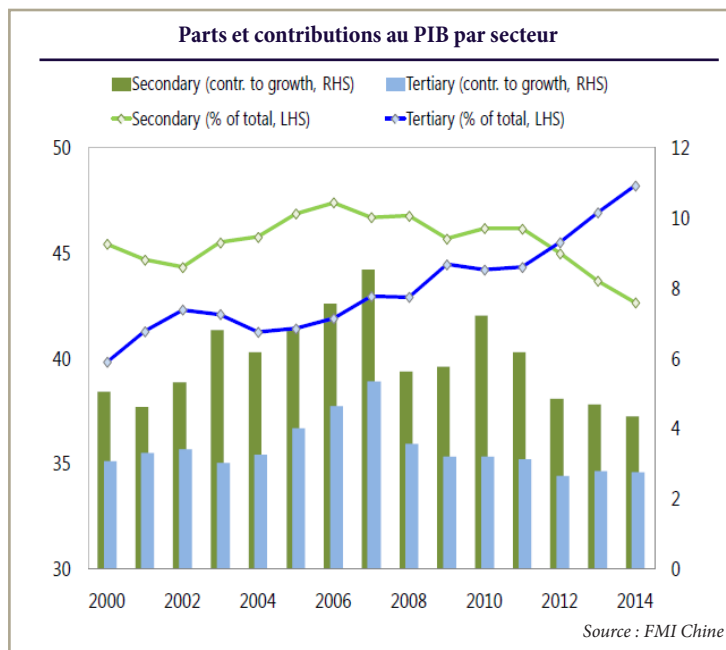
Nous venons de passer deux semaines en Chine pour rencontrer des sociétés et faire le point sur l'économie, avec entre autres le ralentissement de l'investissement, le rééquilibrage en faveur du secteur tertiaire ainsi que l'avancement des réformes initiées par Xi Jinping. Au cours de ce voyage, nous avons participé à deux conférences : l'une à **Hong Kong**, réunissant plus de 150 sociétés chinoises et nombre d'investisseurs domestiques et l'autre à **Chengdu** (capitale du Sichuan) où étaient présents une centaine d'investisseurs pour les deux tiers internationaux. Nous nous sommes également déplacés à **Shenzhen, Guangzhou et Shanghai**. A Shenzhen, nous nous sommes rendus au siège de **Tencent** et avons rendu visite aux développeurs de jeux interactifs suivants : China Mobile Games & Entertainment Group, iDreamSky Technology et Boyaa Interactive. Nous y avons également fait le tour d'un des centres logistiques de China South City. A Guangzhou, nous avons pu visiter **YY** (promoteur de réseaux sociaux dans le divertissement) ainsi que l'un des cinq centres logistiques du leader du déstockage sur internet **VIPshop.com**. A Chengdu et à Shanghai, nous avons visité plusieurs sites automobiles : **Geely, Shanghai Automobile/General Motors, Songz Automobile** (climatisation), rencontré **eHi Car Service**, le second loueur automobile du pays et enfin **Baoxin Auto**, concessionnaire pour BMW, Jaguar, Range Rover et Cadillac. Au total nous avons rencontré **plus d'une trentaine de sociétés** dont **China Mobile**, l'assureur **New China Life Insurance**, le promoteur immobilier **Soho China**, le géant des engrais **Sinofert** ainsi que le pétrolier **CNOOC**. Par ailleurs, **JD.com, Haier, Sasa, Samsonite, Hengan, Anta Sports Products** et **China Modern Dairy** nous ont apporté des précisions sur les nouvelles tendances de la consommation chinoise. **Luye Pharma, Chinese Traditional Chinese Medicine Co** et **Tasly Pharma** nous ont conforté sur la croissance de l'industrie pharmaceutique. Dans le domaine de l'environnement, nous avons eu des échanges très enrichissants avec les représentants de **Beijing Enterprise Water, China Resources Gas, Hong Kong & China Gas, Towngas China, China Gas** et les responsables de **Greenpeace Chine**. Il nous semble par ailleurs utile de préciser que nous sommes uniquement investis dans des actions H (Hong Kong) et aucunement dans des actions A (Shanghai).

Point sur l'économie

Le **ralentissement de la croissance** est certes visible dans les chiffres économiques et nombre de personnes rencontrées nous font part de leur ressenti vis-à-vis du rééquilibrage économique et des réformes engagées par le gouvernement. Comme le montre le graphique ci-dessous, le ralentissement chinois est principalement dû à la décélération de l'investissement, ce qui est plutôt une bonne chose à moyen terme.



Néanmoins, de façon plus anecdotique, nous n'avons aucunement eu l'impression d'assister à un ralentissement sévère : le trafic est dense voire très dense dans chacune des villes visitées, les grues tournent à plein régime sur de nombreux sites de construction et les restaurants débordent de monde. Les dépenses d'infrastructures restent importantes, notamment dans les transports (chemins de fer, métro). La consommation semble rester dynamique (près de 12% de croissance réelle), portée par la hausse des salaires et un chômage très bas. On assiste bien à un rééquilibrage économique illustré par le graphique ci-après :



Quant aux réformes engagées par le président Xi, le consensus d'approbation est quasiment unanime. Tous nos interlocuteurs (management des sociétés, économistes, analystes, Greenpeace, FMI) sont impressionnés par la démarche gouvernementale.

Point sur les réformes: secteur pharma et pollution

Dans le secteur de la santé par exemple (où historiquement, les faibles rémunérations entraînaient une corruption substantielle), on assiste désormais à une hausse sensible des honoraires et tarifs hospitaliers et en contrepartie à un strict encadrement du prix des médicaments revu fortement à la baisse. Les sociétés **Luye Pharma, CTCM Co, Tasly Pharma** nous confirment que cette évolution est pour elles désormais le seul moyen de maintenir leur croissance et d'offrir, soit des produits efficaces à faible coût quotidien (maximum 5RMB, soit 80USC), soit des produits innovants avec des molécules de pointe.



VL au 25 mai : 137,99€ (R) - 141,58€ (I)

Ce changement structurel va entraîner une consolidation du secteur pharmaceutique et l'émergence des meilleurs. Le fonds GemEquity y est déjà investi à hauteur de 4% de ses actifs (**CSPC Pharmaceutical, China Medical Systems**).

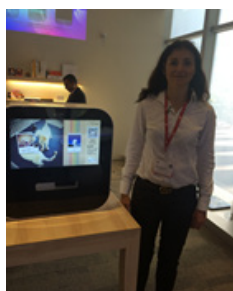
La pollution est omniprésente et littéralement à couper le souffle (voir ci-contre à Chengdu). Le niveau de la pollution de l'air oscillait entre 90 et 190 (le seuil dangereux pour la santé se situe d'après l'OMS à 25) lors de notre séjour à



Chengdu. Or, à notre grand étonnement, l'organisation écologique **Greenpeace China** que nous avons pu rencontrer, se montre optimiste: d'après eux le gouvernement chinois est extrêmement sérieux dans sa lutte anti-pollution et se donne les moyens de parvenir à ses fins. Ainsi des applications accessibles sur smartphone affichent désormais en temps réel la qualité de l'air et de l'eau et alertent la population d'éventuels dépassements. Face aux lobbys souvent réfractaires et aux entreprises hostiles au changement, le gouvernement joue subtilement en se servant de l'opinion publique. En termes d'opportunités d'investissement, nos entretiens avec **China Resources Gas, Hong Kong & China Gas, Towngas China** et **China Gas** ont confirmé le potentiel à long terme de la cogénération gazière (arrivée du gaz naturel russe via gazoduc dans quelques années). Cela dit, à plus court terme, la baisse du prix du charbon et du pétrole réduit notre visibilité sur le gaz. Nous préférons donc le secteur du traitement des déchets et de l'assainissement des eaux et avons investi 5% de GemEquity sur les deux spécialistes du secteur : **China Everbright International, Beijing Enterprises Water**. Cette dernière nous confirme être en bonne voie pour atteindre les 17,5 MT de capacité de traitement d'eau d'ici fin 2016, ce qui constitue un triplement depuis 2013.

Focus secteur: Internet et son leader des réseaux sociaux Tencent (5% de GemEquity) - CA 2015e de 16 Mds \$ - Capitalisation boursière de 195 Mds \$

Devant l'une des dernières innovations de Tencent dans leur centre de production et au centre logistique de VIPShop:



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.

La particularité de l'internet chinois est son immense créativité. On ne compte plus la multitude de plateformes, une bonne centaine seulement dans l'univers des jeux en ligne, à l'inverse du monde occidental qui se concentre sur GooglePlay ou sur l'AppStore. Cette prolifération nourrit tout un univers dans lequel gravite de nombreux développeurs et éditeurs, spécialisés par type de jeux ou type de contenus, souvent inaccessibles pour nous occidentaux mais extrêmement prisés par les chinois. Ce qui ressort également en Chine, c'est l'utilisation quasi permanente des smartphones. Il faut préciser que l'accès à internet via mobile est plus rapide que via PC. Dans ce tourbillon, les 3 acteurs dominants sont Baidu, Alibaba et Tencent. Les 3 ont su créer des plateformes puissantes avec des écosystèmes captifs, ce qui leur permet d'optimiser la monétisation de leurs utilisateurs. Au centre nouveaux produits de **Tencent**, les objets connectés allant du tensiomètre jusqu'à la domotique et les imprimantes en passant par des systèmes de paiement en ligne intégrés sont mis en avant. On comprend en le voyant comment l'« écosystème Tencent » réussit à monopoliser la vie entière de ses utilisateurs. Le succès de cette stratégie explique la croissance pérenne de la société : +30% pour le profit et les cash flows, ROE de 30%. Et sa valorisation (30x PER2016) semble justifiée compte tenu de la solidité et du potentiel de croissance de son business model.

Cours de Tencent



Au premier trimestre 2015, le nombre d'utilisateurs a atteint 832M, le CA de la société était en hausse de 22% (+40% si on exclut le e-commerce en 2014, désormais chez JD.com). Celui-ci devrait atteindre les 16 Mds \$ cette année et afficher une croissance de 25%. La marge opérationnelle s'établit à 40% et devrait se maintenir à ce niveau. La publicité a fortement cru (+131% au T1) et contribue désormais à 12% du CA. Tencent reste néanmoins le leader incontesté dans le développement des jeux avec 39% de part de marché.