



Carnet de voyage : Conférence asiatique à Hong Kong. Septembre 2014

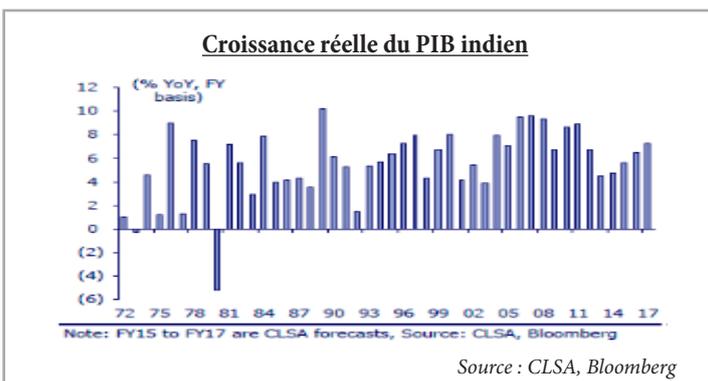
Pour la 3ème fois consécutive, Gemway vient d'assister à la conférence CLSA à Hong Kong. Cette conférence d'investisseurs, la plus importante d'Asie, regroupe annuellement à Hong Kong environ 1 500 gérants d'actifs du monde entier et quelques 250 entreprises asiatiques. Nous avons pu rencontrer une vingtaine d'entreprises, avec un focus particulier sur la Chine et l'Inde, à un moment particulier puisqu'il coïncidait avec la visite historique du président Xi Jinping en Inde. A l'occasion de cette visite, pas moins de 13 accords commerciaux ont été signés et Pékin a promis à l'Inde 20 Mds\$ d'investissements sur les 5 prochaines années. Quelques jours plus tôt, Narendra Modi revenait d'un voyage au Japon où, là aussi, il a séduit nombre d'investisseurs nippons. Ce volontarisme indien augure positivement sur la croissance économique dont on attend le doublement à horizon 5 ans.



Au niveau économique, on constate que l'Asie en général affiche une stabilisation de sa croissance cette année, même si la Chine continue de ralentir. De manière générale, nous devrions assister à une légère accélération en 2015 (en particulier en Inde et dans l'Asean). L'investissement devrait fortement repartir en Inde et en Indonésie, 2 pays où le changement de gouvernement devrait impacter durablement l'environnement des affaires. En termes de risques, la remontée du dollar et la possibilité d'un 10-ans américain au-delà des 3% est la source principale d'inquiétude, d'autant que la dette externe des pays émergents a considérablement augmenté depuis 5 ans (+2,5 tr\$), une augmentation qu'il faut néanmoins mettre en perspective au regard de la hausse tout aussi spectaculaire des réserves de change (+3 tr\$).

Focus : Inde

Les entreprises indiennes rencontrées (les banques **ICICI Bank** et **HDFC**, **Reliance**, **Zee Entertainment**, **TCS**) affichent beaucoup d'optimisme sur leurs perspectives de croissance (voir graphique ci-dessous). **Reliance Infra** estime que les investissements directs en Inde pourraient doubler au cours des 5 prochaines années (900 Mds\$ vs. 450 Mds\$ lors des 5 années précédentes) avec 75% destinés à la construction de centrales électriques, de routes et de chemins de fer et la moitié provenant d'investisseurs privés.



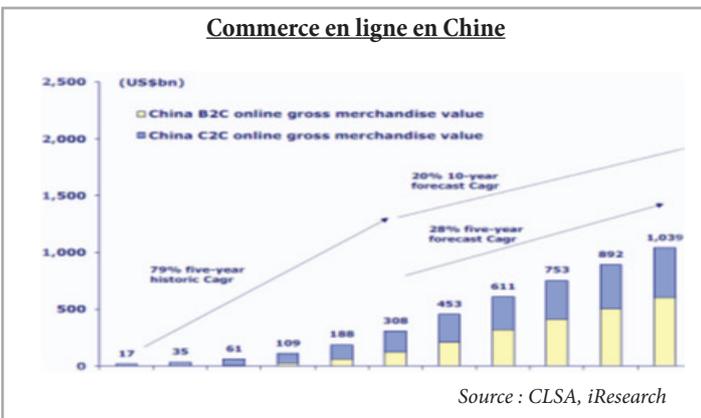
Ces visites confirment notre vue favorable du marché indien en général (**14% d'exposition dans GemEquity**), même si la valorisation paraît élevée après la forte hausse de cette année. Nous avons été particulièrement impressionnés par l'établissement financier **HDFC** (capitalisation de 28 Mds\$). Forte de son coefficient d'exploitation de 8% seulement (profit par employé de 460 000\$) et de son ROE de 21%, la société est leader dans les prêts immobiliers, la gestion de fonds et l'assurance vie. Le taux de pénétration des prêts hypothécaires n'est en Inde que de 9% du PIB (contre 17% en Chine) et les incitations fiscales sont importantes. Celles-ci permettent aujourd'hui de ramener le taux d'emprunt de 10,2% à 4,2% pour un prêt d'environ 33 000\$. Certes, le P/BV d'**HDFC** paraît élevé (5,4x) mais ne prend en compte ni la revalorisation de ses filiales cotées comme **HDFC Bank** (détenue à 23%) ou **Gruh Finance** ni celle de ses filiales non cotées comme **HDFC Standard Life Insurance** (détenue à 72%) ou **HDFC Asset Management** (détenue à 60%). Si l'on inclut dans l'actif net comptable le gain sur les filiales cotées, on fait chuter le P/BV à 2,4x (comparable à **ICICI Bank**, la 1ère banque privée indienne dont le ROE est plutôt de 15% et le coefficient d'exploitation de 38%). La valorisation chuterait d'environ 10% supplémentaire si l'on intégrait le gain sur les filiales non cotées.

Focus: Chine

Les entreprises chinoises rencontrées corroborent le ralentissement constaté au niveau macro depuis quelques mois. Indéniablement, la campagne anti-corruption menée par le président Xi impacte négativement la consommation traditionnelle. **Kerry Logistics** nous fait part de la forte compétition dans son secteur d'activité. Les opérateurs de casino **Sands China**, **SJM** et **MGM China** subissent de plein fouet la baisse de fréquentation qui devrait continuer jusqu'au début 2015. Cette baisse des revenus à court terme est liée à la campagne anti-corruption chinoise. A plus long terme, une meilleure infrastructure (voir graphique ci-dessous sur l'ouverture prévue en 2016 d'un pont entre Hong Kong et Macao) devrait confirmer la place de Macao comme principale destination touristique en Chine.



Le secteur, qui affiche la croissance la plus élevée (+52% en août dernier) reste l'e-commerce. C'est désormais le plus gros au monde (450 Mds\$ de valeur marchande estimée pour 2014 contre 300 Mds\$ aux USA). Il représente aujourd'hui entre 15 et 20% des ventes de détails chinois (vs. 8% en 2013). Notons également qu'une proportion importante de ce commerce se fait aux dépens des ventes en magasins. D'ailleurs, les « retailers » chinois sont relativement lents face à cette évolution, puisqu'ils ne réalisent en moyenne que 4% de leur CA via internet (vs. 14% aux Etats Unis). Si la consommation chinoise reste une thématique porteuse (hausse des salaires et augmentation du pouvoir d'achat), il nous semble préférable de se focaliser uniquement sur les sociétés d'e-commerce et de continuer à éviter les distributeurs traditionnels.



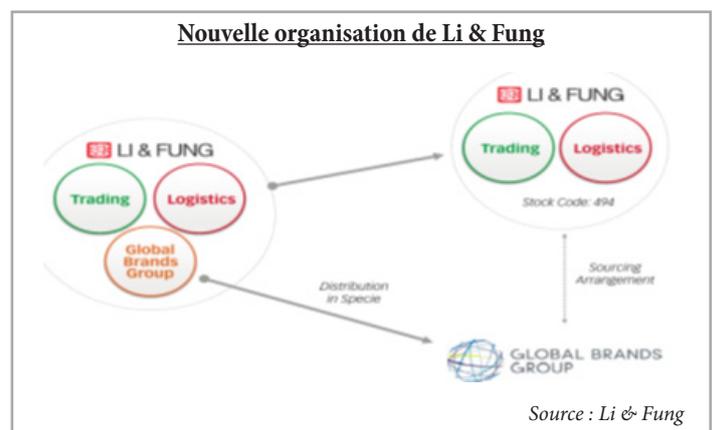
Sidney Huang, CFO de **JD.com** (l'Amazon chinois, 18 Mds\$ de CA) insiste sur la qualité de leur service, d'où leur choix d'investir massivement dans la logistique. La société bénéficie de sa coopération avec **Tencent** qui lui permet d'atteindre désormais 40 M d'utilisateurs actifs dont un quart sur mobile. La société a l'ambition de faire mieux qu'**Alibaba**, qui vient de terminer un road show impressionnant (plus de 1 000 personnes lors du déjeuner de présentation à Hong Kong le lundi 15 septembre 2014). Le leader de l'e-commerce chinois a fait vendredi dernier ses débuts sur la bourse de New York en affichant un +38% sur la séance et une capitalisation boursière de 231 Mds\$ à la clôture (soit plus qu'Amazon et eBay réunis).

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.



Première page du South China Morning Post, principal journal de Hong Kong - samedi 20 septembre 2014

Dans un autre registre, nous avons également rencontré Spencer Fung, le nouveau CEO de **Li & Fung** (neveu de l'actuel et charismatique chairman William Fung). Fondée en 1906, la société (20 Mds \$ de CA) est aujourd'hui le leader mondial de la sous-traitance textile et est capable de mettre en relation 8 000 détaillants avec 15 000 fournisseurs au niveau mondial. La société a décidé cette année de se séparer de son activité de brand management (désormais cotée séparément sous le nom de Global Brands Group), ce qui lui permet de revenir à son métier d'origine et d'augmenter progressivement la rentabilité de son capital. Face à la hausse des coûts en Chine (hausse des salaires, standards anti-pollution plus contraignants), la société est mieux placée que la concurrence du fait de l'envergure mondiale de son réseau de correspondants.



Le management affiche des objectifs ambitieux pour les 3 prochaines années (+72% pour le profit), et la perspective de retrouver le Li & Fung des années 90 (croissance pérenne et forte rentabilité) est alléchante. Le titre se traite à 15x les résultats 2015 et offre un rendement sur dividende de 5%.