

Mise à jour sur la Chine

La reprise intérieure prend de l'ampleur malgré les vents contraires externes

Mai-25

Les investisseurs ont commencé à adopter une attitude plus positive envers la Chine après que le gouvernement a renforcé son soutien à l'économie en septembre dernier. Les développements nationaux dans le domaine de l'intelligence artificielle (IA) ont également contribué à améliorer le sentiment du marché. Mais ces dernières semaines, les marchés mondiaux - y compris les actions chinoises - ont été perturbés par les annonces chaotiques des États-Unis concernant les droits de douane sur les marchandises importées du monde entier.

Il convient de noter que la plupart de nos participations en Chine concernent des entreprises axées sur le marché intérieur - en moyenne, elles tirent moins de 10 % de leurs revenus des États-Unis.

Malgré le bruit de l'escalade des guerres commerciales, rien ne change donc pour nous. Nous continuons à rechercher des entreprises bien gérées, disposant d'une franchise solide, de perspectives de croissance attrayantes et de bilans solides. Nous avons rencontré la direction de nos portefeuilles et de nouvelles idées en Chine et nous restons confiants dans le fait que les entreprises de qualité se développeront bien à long terme, comme elles l'ont fait par le passé.

En tant qu'investisseurs à long terme et compte tenu de notre horizon de 3 à 5 ans ou plus, nous avons une vision réfléchie des perspectives de croissance de la Chine. Dans ce contexte, nous pensons que les réformes du gouvernement axées sur le marché créeront un environnement favorable pour les entreprises chinoises afin de générer des rendements attractifs pour les investisseurs.

Par exemple, le gouvernement a encouragé les entreprises publiques (SOE) à devenir plus efficaces et à améliorer leur rentabilité et leur rendement total pour les actionnaires (TSR), à l'instar des programmes "Value Up" en Corée du Sud et au Japon.¹ Cela a entraîné une augmentation des dividendes et des rachats d'actions, ce qui a fait grimper le cours des actions des entreprises publiques dont les ratios cours/valeur comptable sont faibles. Les banques publiques telles que la Bank of China, la China Construction Bank et l'Industrial and Commercial Bank of China ont bien performé dans ce scénario, et leur absence a été l'une des principales raisons pour lesquelles nous avons été à la traîne de l'indice de référence plus large l'année dernière. Nous pensons toutefois que la faiblesse des rendements des capitaux propres et les problèmes de gouvernance et d'orientation rendent ces entreprises peu attrayantes à long terme.

En outre, l'attention croissante portée à la RST ne se limite plus aux entreprises publiques.² Les sociétés privées de nos portefeuilles chinois, telles que Netease, Shenzhen Mindray et Anta Sports, ont également annoncé une hausse des distributions de dividendes et des rachats d'actions. Compte tenu de leur solide rentabilité et de leur faible endettement, nous pensons que ces entreprises peuvent restituer des liquidités aux actionnaires sur une base plus durable. Nous nous attendons à ce que cette tendance à l'augmentation des dividendes et des rachats se poursuive, ce qui devrait soutenir les rendements de nos sociétés affiliées et améliorer leur alignement avec les actionnaires.

1 Source : "SOE Profits, Share Value Prioritized." China Daily (January 2024). http://en.sasac.gov.cn/2024/01/31/c_16628.htm

2 Source : "Board's new mandate in China: managing market value." The Asian Corporate Governance Association (November 2024). <https://www.acga-asia.org/blog-detail.php?id=92>

Une autre tendance structurelle qui peut soutenir la performance à long terme des entreprises chinoises est l'innovation domestique. Le modèle d'IA de DeepSeek est un exemple de la manière dont les entreprises chinoises ont adapté et probablement transformé le secteur, et il est représentatif de nombreuses autres innovations que nous avons constatées en Chine. Néanmoins, nous nous efforçons d'être prudents en période d'exubérance du marché. Des sociétés comme Xiaomi et Alibaba ont progressé dans le sillage de l'engouement pour DeepSeek, et le fait que nous ne les possédions pas a été l'une des principales raisons de notre sous-performance relative cette année jusqu'en avril.

Ce que nous ne possédons pas

Lorsque nous avons envisagé d'acheter Xiaomi il y a quelques années, nous n'étions pas convaincus, car il s'agissait principalement d'une activité de matériel informatique avec des cycles de produits courts et des marges bénéficiaires faibles. Depuis lors, Xiaomi s'est davantage concentré sur le développement de smartphones et produit des appareils de meilleure qualité qui améliorent l'image de la marque et attirent les jeunes générations. L'entreprise a également appliqué ses travaux de recherche et de développement à d'autres segments de produits, à savoir les véhicules électriques et les appareils ménagers. Bien qu'il s'agisse d'un secteur très concurrentiel dans lequel l'entreprise n'avait aucune expérience - et dans lequel de nombreuses entreprises ont échoué par le passé -, elle a obtenu une forte dynamique de vente lors de son premier lancement de véhicules électriques et a dépassé les attentes.

Nous serions toutefois prudents quant à l'extrapolation des bénéfices de Xiaomi, car sa voiture de sport électrique (la "SU7") n'a été lancée qu'en mars 2024 et son succès rapide pourrait indiquer de faibles barrières à l'entrée et le potentiel d'une plus grande concurrence dans le domaine des véhicules électriques. Les valorisations de Xiaomi semblent désormais excessives et nous pensons que le rapport risque/rendement n'est pas favorable.

En ce qui concerne Alibaba, nous avons vu il y a quelques années que son ancienne domination du commerce électronique s'était érodée en raison de la concurrence intense d'entreprises comme Pinduoduo et JD.com. Nous étions également préoccupés par la gouvernance de l'entreprise et son orientation vers les actionnaires, ainsi que par le contrôle croissant exercé par le gouvernement. Nous pensons que certains de ces problèmes se sont améliorés - l'entreprise a cédé ses actifs non essentiels et a restitué un capital considérable

à ses actionnaires, et la récente rencontre entre le président Xi et le fondateur Jack Ma laisse entrevoir un environnement réglementaire plus favorable.³

Toutefois, nous n'avons toujours pas confiance dans les perspectives de revenus à plus long terme d'Alibaba. Le commerce électronique reste le principal bénéficiaire et nous doutons qu'il puisse continuer à obtenir de bons résultats si la direction concentre ses efforts sur le développement de l'IA et du cloud. L'infrastructure cloud d'Alibaba n'a pas atteint une rentabilité significative et pourrait avoir des difficultés à générer des rendements adéquats compte tenu de la concurrence et de la surcapacité en Chine. D'après les observations que nous avons faites jusqu'à présent, ce risque n'est pas négligeable. Néanmoins, nous continuerons à surveiller les deux entreprises, surtout après les récents développements.

De manière générale, nous pensons que l'innovation continue est un signe de la qualité d'une entreprise et qu'elle peut constituer un avantage concurrentiel à long terme, conduisant à une plus grande part de marché et à une meilleure rentabilité. Nous possédons d'autres entreprises innovantes comme Tencent et Netease dans le domaine de l'Internet, Shenzhen Inovance dans le domaine de l'automatisation des usines, Shenzhen Mindray dans le domaine des appareils médicaux et Contemporary Amperex Technologies dans le domaine des batteries pour véhicules électriques. Même dans les secteurs de la "vieille économie" comme l'hôtellerie et le textile, les entreprises chinoises comme H World et Shenzhou utilisent des technologies et des pratiques commerciales sophistiquées pour accroître leur avantage concurrentiel. Ces entreprises ont continuellement amélioré leurs capacités et nous pensons qu'elles sont bien positionnées pour faire partie des gagnants à long terme dans leurs secteurs respectifs.

Lumières naissantes pour la demande des consommateurs

Après plusieurs années de défis économiques, le tournant politique de la Chine en septembre dernier a donné au marché un élan de confiance dont il avait bien besoin. Contrairement aux annonces précédentes qui avaient déçu les investisseurs, ce cycle comprenait d'importantes incitations fiscales et des subventions à la consommation, ce qui signalait la volonté du gouvernement d'intensifier ses efforts. Alors que la consommation reste globalement faible, certaines entreprises de notre portefeuille ont enregistré une amélioration de la demande grâce au soutien politique. Midea et Haier Smart Home, deux des principaux fabricants d'appareils électroménagers en Chine, ont bénéficié des programmes de "trade-in"

3 Source : <https://www.theguardian.com/business/2025/feb/17/xi-jinping-meets-alibaba-jack-ma-and-chinese-tech-chiefs-amid-economic-slump>

du gouvernement. Bien qu'elles opèrent dans un secteur arrivé à maturité, ces deux entreprises sont, selon nous, bien placées pour continuer à développer leur part de marché, car elles disposent de marques renommées, d'une distribution solide et se concentrent sur des produits haut de gamme.

Dans d'autres segments, comme les vêtements de sport et les voyages de loisirs, la demande a augmenté sans qu'un soutien politique ne soit nécessaire, ce qui nous rend optimistes. Cela s'explique en partie par un changement de style de vie et de valeurs culturelles, les Chinois dépensant davantage pour des expériences inoubliables comme le camping et le ski. Anta Sports s'est distinguée parmi les entreprises de vêtements de sport par la robustesse de la croissance de son chiffre d'affaires et de ses bénéfices, sous l'impulsion de marques comme Arc'teryx et Descente dans le secteur des sports d'extérieur/d'hiver.

Nous pensons que la demande de voyages de loisirs continuera à augmenter fortement à long terme, sous l'impulsion de l'utilisation croissante des médias sociaux, d'une meilleure accessibilité financière et de la commodité. Ce point de vue était partagé par M. Ji Qi, fondateur et président de H World, lorsque nous l'avons rencontré en octobre dernier. En tant que deuxième opérateur de chaînes hôtelières en Chine, l'entreprise peut se targuer d'une longue histoire de succès dans la construction de marques performantes et de solides capacités numériques. Nous pensons que l'entreprise continuera à gagner des parts de marché dans le secteur très fragmenté de l'hôtellerie en Chine.

H World applique un modèle de franchise basé sur le principe de l'"asset light" pour plus de 90 % de ses activités nationales. L'entreprise peut ainsi se concentrer sur le développement de la marque et le marketing, tandis qu'elle confie les investissements en capital (notamment l'achat et le développement de biens immobiliers) et la gestion quotidienne à ses franchisés. En contrepartie, ces franchisés paient des redevances récurrentes à l'entreprise. Ce modèle permet d'alléger les structures de coûts et de réduire le prix des chambres, tout en dégagant des marges bénéficiaires intéressantes et en générant un flux de trésorerie régulier. D'après notre expérience, de tels avantages se renforcent au fil du temps pour former un "effet de volant".

M. Ji a fondé H World en 2007, après avoir été cofondateur et PDG de Trip.com, un important fournisseur de services de voyage en ligne. Bien qu'il n'ait pas eu d'expérience formelle dans l'hôtellerie, il a apporté une nouvelle perspective à un secteur figé en supprimant les installations coûteuses qu'il jugeait superflues, comme les

salles de bal, les restaurants et les piscines. Au lieu de cela, il s'est concentré sur ce qui, selon lui, est le plus important pour les clients - une chambre propre et confortable, bien située et à un prix raisonnable.

En s'appuyant sur ses connaissances technologiques, il a introduit des systèmes d'enregistrement automatique, des changements de prix en temps réel pour les réservations et des robots de livraison pour les commandes de room service. Ces caractéristiques ont permis d'obtenir le ratio le plus bas du secteur entre les frais de personnel et les frais de locaux. Il a également introduit un système d'adhésion payant qui a contribué à attirer de nouveaux clients et à fidéliser les clients existants, tout en évitant les fournisseurs tiers. Les recherches que nous avons menées auprès de chaînes hôtelières internationales telles que Marriott et Hilton ont montré que les programmes d'adhésion sont très efficaces pour les hôtels lorsqu'il s'agit de générer des activités de suivi. Plus les clients accumulent de points d'adhésion, moins ils sont sensibles au prix et plus ils sont fidèles à la marque.

Notre rencontre avec M. Ji nous a confortés dans l'idée que nous étions entre de bonnes mains. Il avait l'air d'avoir les pieds sur terre, d'avoir le sens des responsabilités et de s'engager. L'entreprise investit dans la prochaine phase de croissance grâce à des marques haut de gamme, à l'expansion dans des villes plus petites et à des normes de service plus élevées. M. Ji a eu l'air d'être à l'aise et s'est concentré sur le développement à long terme de l'entreprise - il a parlé de rencontres avec les franchisés, d'analyse des concurrents et de visites dans les villes de niveau inférieur.

Son style de direction était également rafraîchissant - il ne se gênait pas, parlait ouvertement de ses erreurs passées et laissait ses collègues s'exprimer à la table. En ce qui concerne l'acquisition décevante du groupe hôtelier allemand Deutsche Hospitality (DH), il a exclu toute acquisition future et a déclaré qu'il se concentrerait sur le franchisage pour la croissance future. Cela devrait permettre de disposer de liquidités pour verser un dividende élevé (ce qui soutient le rendement du dividende de 3 %) et il est prévu de restituer 2 milliards de dollars aux investisseurs au cours des prochaines années.

Compte tenu du contexte mondial difficile, les entreprises à orientation nationale comme H World devraient être relativement bien protégées contre les chocs externes. Alors que l'économie chinoise continue de se tourner vers la consommation intérieure, nous pensons que les hôtels de marque de H World devraient gagner des parts de marché et profiter de la croissance des dépenses en matière de voyages et de loisirs.

Un impact fondamental limité des droits de douane américains

La géopolitique pourrait continuer à peser sur le moral des investisseurs, mais nous ne prévoyons qu'un impact fondamental limité sur la plupart des sociétés de notre portefeuille. Malgré la montée du protectionnisme américain depuis 2016, date à laquelle Trump a entamé son premier mandat, les exportations chinoises ont continué de progresser, tirées par la demande européenne et celle de l'Asie du Sud-Est.⁴ En outre, les entreprises chinoises ont étendu leur production et leur distribution à de nouveaux sites.

Nous sommes actionnaires de Shenzhou depuis plus de 10 ans, car nous sommes convaincus de la qualité de la gestion, de la franchise et des pratiques de durabilité de l'entreprise. La direction de l'entreprise peut se prévaloir d'une série de décisions stratégiques qui ont permis à l'entreprise d'occuper une position dominante sur le marché. Lorsque l'entreprise est entrée en bourse en 2005, l'accent a été mis sur les vêtements de sport plutôt que sur les vêtements de loisirs, car ces derniers présentent un fort potentiel de croissance. Malgré l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre au cours des deux dernières décennies, l'entreprise a maintenu ses marges bénéficiaires en améliorant son efficacité, ce qui prouve la capacité d'adaptation de la direction.

L'intégration verticale de Shenzhou signifie que l'entreprise contrôle chaque phase du processus de production, ce qui permet un contrôle de la qualité, des temps de production plus courts et de meilleures marges bénéficiaires que ses concurrents. L'entreprise investit continuellement dans la recherche et le développement afin d'améliorer ses technologies de tissus et ses possibilités de fabrication. Par exemple, des tissus avancés avec des propriétés d'évacuation de l'humidité et de régulation de la température ont été développés pour attirer les clients des secteurs des vêtements de sport et des loisirs. Ces capacités ont fait de Shenzhou un partenaire de confiance pour le développement de nouveaux produits avec ses clients et la distinguent des autres fabricants.

En ce qui concerne la durabilité, nous recherchons des équipes de gestion qui s'efforcent sincèrement de respecter des normes plus élevées. Dans le cas de Shenzhou, le souci des travailleurs et de l'environnement semble être ancré dans la culture de l'entreprise. L'entreprise est connue pour bien traiter ses employés, avec des conditions de travail agréables, des salaires supérieurs à la moyenne et d'autres avantages sociaux (comme les soins de santé et l'éducation pour les enfants de ses employés). Cela s'est traduit par un faible taux

de rotation du personnel, bien inférieur à la moyenne du secteur - un avantage concurrentiel dans un secteur à forte intensité de main-d'œuvre (Shenzhou compte environ 100.000 employés).

Les avantages de Shenzhou n'ont cessé de s'accroître au fil du temps, tandis que les bénéfices ont triplé depuis que nous avons acheté les actions pour la première fois début 2013. Ces dernières années, la fermeture de Covid et les prix élevés des matières premières ont représenté un défi, mais l'activité semble avoir repris son cours. Dans l'ensemble, Shenzhou a enregistré une solide croissance des commandes en 2024, grâce à des gains de parts de marché chez ses clients. Le chiffre d'affaires a augmenté de 15 % par rapport à l'année précédente, tandis que le bénéfice net a progressé de 37 %.

Tout comme Anta Sports, Shenzhou a profité de la robuste demande de vêtements de sport en Chine, due à la prise de conscience croissante de la santé et à un mode de vie plus actif. Nous pensons que le marché a négligé cette tendance, peut-être en raison du caractère mondial de l'entreprise (et de ses principaux clients). Les valorisations de l'entreprise restent proches de leurs plus bas niveaux de ces dernières décennies en raison de la faiblesse de la demande finale de son principal client, Nike, et des droits de douane américains sur les échanges commerciaux.

Cependant, l'engagement total de Shenzhou aux États-Unis ne représentait que 16 % du chiffre d'affaires total en 2024, contre 28 % sur le marché national. Les commandes d'entreprises chinoises comme Anta et Li Ning augmentent rapidement, ce qui devrait contribuer à compenser les éventuels vents contraires sur les marchés d'outre-mer.

Si les commandes des "quatre grands" clients diminuent, Shenzhou peut gagner de nouveaux clients afin d'utiliser les capacités disponibles. Parmi les derniers arrivants, on trouve Lululemon et Ralph Lauren, dont les commandes ont généré des marges et des rendements intéressants. Dans l'ensemble, nous avons considéré la faiblesse du cours de l'action Shenzhou comme une opportunité d'achat et avons renforcé notre position.

Nous surveillons néanmoins l'impact des droits de douane américains sur l'économie mondiale et le moral des consommateurs. La situation est encore très incertaine et nous n'essayons pas de prédire le résultat. L'impact net sur l'économie chinoise dépendra de la vigueur de la reprise intérieure et des résultats des négociations tarifaires. Jusqu'à récemment, le gouvernement chinois s'est abstenu de prendre des mesures de stimulation agressives, probablement dans l'attente d'une escalade des tensions commerciales. Cela indique qu'il existe une marge de manœuvre pour soutenir davantage la consommation si les vents contraires externes devaient s'intensifier.

4 Source: <https://en.macromicro.me/charts/17660/cn-exports-markets>

Conclusion et perspectives

Après quelques années difficiles, une demande saine se dessine dans certains secteurs à dominante nationale. Le gouvernement offre davantage de soutien aux entreprises et aux consommateurs, peut-être en réponse à l'augmentation des tensions géopolitiques. Et grâce à des investissements pluriannuels dans la R&D et la chaîne d'approvisionnement, les entreprises chinoises sont devenues plus compétitives sur la scène mondiale. Autant de raisons d'être positif sur les perspectives à long terme des actions chinoises.

D'autre part, les dernières nouvelles concernant les droits de douane de rétorsion imposés par les États-Unis ont accru l'incertitude des perspectives, compte tenu de l'ampleur et de la portée des droits de douane. Nous ne prétendons pas connaître le résultat final de la perturbation

du commerce mondial et nous n'essayons pas non plus de prédire de tels résultats. Mais c'est dans des périodes comme celle-ci que l'approche conservatrice avec laquelle nous gérons nos portefeuilles prend tout son sens.

En tant qu'investisseurs bottom-up, nous continuons à nous concentrer sur la sélection d'entreprises bien gérées, dotées de dirigeants compétents, de marques fortes, d'une croissance attrayante des bénéfices et de bilans solides. Notre portefeuille est axé sur les tendances structurelles qui caractérisent l'économie chinoise : Innovation, durabilité et augmentation des rendements pour les actionnaires. Dans l'ensemble, nous pensons que nos participations dans des entreprises leaders sur le marché, menées par des tendances de croissance séculaires et soutenues par des revenus en hausse, resteront probablement résilientes au cours de cette période.

Source : données sur les entreprises tirées des rapports annuels ou d'autres rapports d'investisseurs. Les indicateurs financiers et les évaluations proviennent de FactSet et de Bloomberg. Situation au 30 avril 2025 ou autre indication.

Important Information

This document has been prepared for informational purposes only and is only intended to provide a summary of the subject matter covered. It does not purport to be comprehensive or to give advice. The views expressed are the views of the writer at the time of issue and may change over time. This is not an offer document and does not constitute an offer, invitation or investment recommendation to distribute or purchase securities, shares, units or other interests or to enter into an investment agreement. No person should rely on the content and/or act on the basis of any material contained in this document.

This document is confidential and must not be copied, reproduced, circulated or transmitted, in whole or in part, and in any form or by any means without our prior written consent. The information contained within this document has been obtained from sources that we believe to be reliable and accurate at the time of issue but no representation or warranty, express or implied, is made as to the fairness, accuracy, or completeness of the information. We do not accept any liability whatsoever for any loss arising directly or indirectly from any use of this document.

References to "we" or "us" are references to First Sentier Investors a member of Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG), a global financial group. Certain of our investment teams operate under the trading names FSSA Investment Managers, Stewart Investors, Igneo Infrastructure Partners and RQI Investors, all of which are part of the First Sentier Investors group. MUFG and its subsidiaries do not guarantee the performance of any investment or entity referred to in this document or the repayment of capital. Any investments referred to are not deposits or other liabilities of MUFG or its subsidiaries, and are subject to investment risk including loss of income and capital invested.

If this document relates to an investment strategy which is available for investment via a UK UCITS but not an EU UCITS fund then that strategy will only be available to EU/EEA investors via a segregated mandate account.

In the United Kingdom, issued by First Sentier Investors (UK) Funds Limited which is authorised and regulated in the UK by the Financial Conduct Authority (registration number 143359). Registered office Finsbury Circus House, 15 Finsbury Circus, London, EC2M 7EB number 2294743.

In the EEA, issued by First Sentier Investors (Ireland) Limited which is authorised and regulated in Ireland by the Central Bank of Ireland (registered number C182306). Registered office: 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Ireland number 629188. Outside the UK and the EEA, issued by First Sentier Investors International IM Limited which is authorised and regulated in the UK by the Financial Conduct Authority (registered number 122512). Registered office: 23 St. Andrew Square, Edinburgh, EH2 1BB number SC079063.