

Objectif d'investissement de la SICAV

L'objectif d'investissement de la SICAV est de surperformer le MSCI AC World sur le long terme en sélectionnant des sociétés de qualité cotées dans le monde entier, acquises à un prix raisonnable, en s'affranchissant des indices et en les détenant sur le long terme. Nous avons une stratégie d'investissement fondamentale, "bottom-up", très concentrée et avec des convictions fortes.

Performance glissante (%) au 31/12/2023

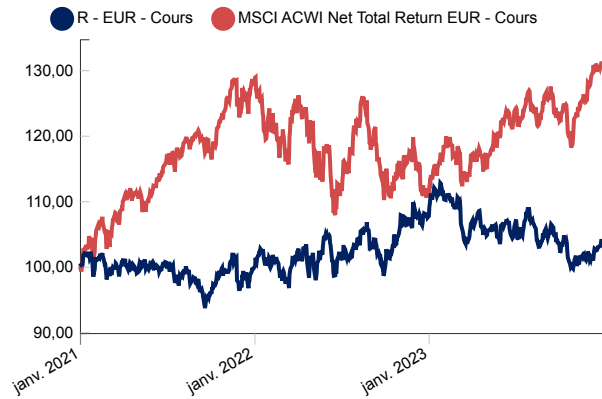
Performances	1 M	3 M	6 M	1 an	Création	Création (annual.)
R - EUR	2,51%	0,28%	-2,03%	-3,28%	3,88%	1,28%
MSCI ACWI Net Total Return EUR	3,52%	6,42%	5,93%	18,06%	32,36%	9,79%

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Performance calendaire (%)

Performances	2021	2022	T1	T2	T3	T4	2023
R - EUR	-0,29%	7,71%	-0,88%	-0,40%	-2,30%	0,28%	-3,28%
MSCI ACWI Net Total Return EUR	28,88%	-13,01%	5,41%	5,73%	-0,46%	6,42%	18,06%

Performance cumulée (base 100) au 31/12/2023



Commentaire de Gestion

La part R EUR de PH Global Equities a baissé de 3.29% en 2023 contre une progression de 18.06% pour le MSCI AC World. Toutefois, sur deux ans, la performance du fonds a été de +4.17% contre +2.70% pour le MSCI AC World.

La performance de l'année écoulée est, bien entendu, en deçà de nos attentes. Elle s'explique par deux principaux facteurs.

Tout d'abord, nous avons fait le choix d'investir très fortement en Chine. Alors que la Chine et Hong Kong représentaient en 2023 près de 22% de nos investissements, le Hang Seng China Entreprise Index, principal indicateur de la performance des actions chinoises, a perdu 16.8% sur un an. Malgré leurs qualités intrinsèques élevées, nos sociétés cotées en Chine ont enregistré une performance légèrement en deçà de celle de l'indice. Ces valeurs de qualité étaient en effet fortement détenues par les investisseurs étrangers et ont profondément souffert de la sortie massive des investisseurs non chinois et notamment américains. Notre exposition asiatique explique à elle seule plus de la moitié de la sous performance de l'année.

Par ailleurs, alors que sur la partie européenne du portefeuille nous avons enregistré une performance très proche de celle de l'indice (+17.24% contre +17.19%), notre exposition américaine a enregistré une performance très inférieure à celle de l'indice (-3.5% contre +22.9%). La perspective de taux d'intérêt plus bas dans un contexte de ralentissement économique, combinée aux espérances de croissance forte pour certaines valeurs technologiques du fait du développement de l'Intelligence Artificielle, ont été très favorables aux « Sept Magnifiques » : Alphabet (+53%), Apple (+44%), Amazon (+75%), Microsoft (+52%), Meta (+185%), Nvidia (+228%) ou Tesla (+95.3%). Ces sept titres, qui représentent 30% de l'indice S&P 500 et 20% de l'indice mondial MSCI AC World, ont progressé de 70.1% en 2023. Dans le même temps, le S&P 493 (soit le reste du marché) a reculé de 1%. Le secteur technologique a ainsi enregistré la meilleure performance de tous les secteurs au niveau mondial progressant de 50% sur un an. Ce mouvement ne nous a pas été bénéfique, en raison de notre claire discipline de valorisation qui nous a conduit à ne détenir aucune société dans le secteur de la technologie. Notre non exposition au secteur technologique explique un tiers de notre sous performance sur l'année.

Après avoir enregistré la quatrième pire performance en 85 ans en 2022 (-19% en USD), le S&P 500 a rebondi de 24.2% en 2023. Ainsi, le marché américain aura enregistré une performance nulle au cours des deux dernières années (+0.08%). Comme nous l'avons souligné plus haut, l'essentiel de la performance de 2023 aux Etats Unis, principal marché mondial, est venu de celle des « Sept Magnifiques ». Les investisseurs ont, en effet, pendant toute l'année, couru après ces leaders du marché, se concentrant comme jamais auparavant sur un aussi faible nombre de titres, effaçant ainsi les précédents records de concentration établis lors des « Nifty-Fifties » au début des années 1970, et lors de la période des « Dot-coms » à la fin des années 1990. Pour autant, il nous semble extrêmement important de souligner ici que l'essentiel des gains de ces valeurs en 2023 ne se justifiait pas par leurs fondamentaux, loin s'en faut. Ainsi, Apple, plus grande capitalisation boursière mondiale (\$3 trillions) a enregistré une performance extrêmement décevante tout au long de l'année : ses ventes ont ainsi été en baisse pendant quatre trimestres consécutifs, soit la plus longue période de recul en 22 ans. Pour l'année fiscale 2023, se terminant fin septembre, les bénéfices de l'entreprise ont ainsi reculé de 3% d'une année sur l'autre. Pour autant, à la fin de l'année, le ratio prix sur bénéfices (PE) était de 31.4x, soit près de deux fois la moyenne historique pour ce titre. Pour ce qui est de Tesla, la croissance des ventes de voitures électriques a ralenti de façon marquée en 2023. Afin de maintenir la cadence, Tesla a, de ce fait, eu recours à des baisses de prix qui ont profondément impacté les résultats financiers de l'entreprise. Lors de la publication de ses résultats à fin septembre, Tesla a ainsi annoncé une baisse de sa marge brute de 25% à 17.9%, son résultat net reculant de 44% et son bénéfice par action de 45%. Ces résultats justifient difficilement la valorisation de 80x les bénéfices associée au titre ainsi que le doublement du cours de bourse. Microsoft, la seconde principale valeur boursière au monde (\$2.8 trillions) s'échange également pour un multiple deux fois plus élevé que sa moyenne historique à 36.5x les bénéfices. Pour autant, les analystes attendent une croissance des revenus de 3.7% à fin juin 2024, avec des bénéfices par action en hausse de 3.5%. De la même façon, Meta a révisé à la baisse ses attentes pour le quatrième trimestre, indiquant une évolution du marché publicitaire incertaine fin 2023. Alphabet a également indiqué le ralentissement de la croissance du cloud au troisième trimestre, certains clients cherchant à optimiser leurs dépenses en raison de l'environnement plus difficile auquel ils sont confrontés. Il nous semble donc que les valorisations sont aujourd'hui loin d'être justifiées pour nombre de ces valeurs. En tant qu'investisseurs disciplinés, avec une approche de long terme, notre non exposition à ces valeurs en 2023 nous semble tout à fait en ligne avec notre processus d'investissement. Les investisseurs semblent avoir totalement oublié la forte volatilité à la baisse de ces valeurs qui avait marqué 2022, avec pour certaines (Amazon et Nvidia) des reculs de plus de 50%. Nous restons pour notre part extrêmement vigilants et investis aux Etats Unis dans des sociétés comme Johnson & Johnson ou Merck qui ont reculé de respectivement 14% et 5%. Le leader pharmaceutique américain Merck, a en effet publié des ventes en progression de 8% au troisième trimestre grâce au succès de Keytruda en oncologie, en hausse de 17%, et à celui de son vaccin contre le papillomavirus, Gardasil, dont les ventes ont progressé de 16%. Malgré une progression de 22% de ses profits au troisième trimestre, le titre s'échange pour 13x les bénéfices des douze mois à venir. De la même façon, Johnson & Johnson a vu ses ventes progresser de 6.4% au troisième trimestre et ses bénéfices de 14% à devises constantes (+19% publié). La société s'échange pour 14x les bénéfices des douze mois à venir.

Nous détenons par ailleurs sept sociétés cotées en Chine qui représentent près d'un quart du portefeuille. Votre portefeuille a donc souffert de la correction du marché chinois, les investisseurs craignant l'impact de la déflation, de la crise immobilière, des tensions géopolitiques et du vieillissement de la population sur la croissance économique du pays.

Même si nous comprenons ces craintes, nous restons convaincus que les entreprises chinoises disposent toujours, pour celles offrant les atouts leur permettant d'en profiter, d'un potentiel de croissance structurelle intéressant. En effet, il est important de rappeler ici que la Chine dispose encore d'un potentiel de rattrapage important vis-à-vis des marchés développés. Le PIB par habitant, de 12 800 \$/habitant en 2022, ne se situe qu'à un tiers de celui des américains, bien loin des 75 % atteints par le Japon à la fin des années 1980. Par ailleurs, la Chine bénéficie d'un important marché domestique (1,4 milliards d'habitants, soit 18 % de la population mondiale), marché suffisamment important pour lui permettre de trouver des sources de croissance, position également bien différente à celle du Japon des années 80. Autre avantage géographique, les exportations chinoises vers les pays dits de « la Nouvelle Route de la Soie » ont dépassé, au premier semestre 2023, celles vers les États-Unis, l'Union Européenne et le Japon réunis. Ainsi, compte tenu des perspectives de croissance relatives des pays de la « Nouvelle Route de la Soie » et des pays développés (États-Unis, Europe, Japon), la Chine devient chaque jour un peu plus exposée aux économies en croissance. Enfin, plus important encore, la Chine est aujourd'hui un champion industriel et technologique, dominant de bout en bout la chaîne de production des énergies renouvelables. Il s'agit ainsi du plus grand fabricant mondial de panneaux solaires, de cathodes, d'anodes, d'équipements éoliens, de voitures électriques et de batteries pour véhicules électriques. Pourtant, la Chine est aujourd'hui, en raison de la désaffection des investisseurs, remarquablement bon marché, se traitant à son plus bas niveau depuis plus de vingt ans. En tant que sélectionneurs de titres disciplinés, nous nous devons de continuer à faire notre travail et nous continuons donc à investir, de façon minutieuse et attentive, dans cette partie du monde.

Trois valeurs chinoises ont enregistré parmi les plus faibles performances des fonds en 2023, nous les avons conservées en portefeuille.

AIA, la plus grande compagnie d'assurance-vie panasiatique indépendante est présente sur 18 marchés en Asie-Pacifique et détient 20 à 25 % de part de marché dans les pays dans lesquels elle est présente grâce à une approche haut de gamme : service soigné et produits de grande qualité. Le bénéfice d'AIA a progressé de 46 % au cours du premier semestre de 2023 alors que les ventes de nouvelles polices d'assurance progressaient de 37 %, tirées par le doublement des ventes à Hong Kong. La direction a également confirmé que la croissance des ventes de nouvelles polices d'assurance devrait être supérieure à 15 % en 2023 et 2024, 70% de sa croissance à venir provenant de l'augmentation de la pénétration de l'utilisation de ses polices d'assurance en Chine. Le titre a perdu 24.2 % en 2023, ramenant sa valorisation à 1x la valeur intrinsèque de ses actifs, contre une médiane historique de 1,7x depuis sa cotation en 2010.

Minth, leader mondial des pièces détachées pour automobiles avec 10% de part de marché dans le monde et 30% en Chine, a vu ses profits progresser de 35% au premier semestre 2023. Son exposition aux pièces détachées utilisées dans les voitures électriques est passée à 42% de ses ventes contre 2% en 2018. La société est bien positionnée avec 40% de part de marché dans les boîtiers pour batteries électriques alors que 60% des voitures électriques produites dans le monde sont produites en Chine. Elle attend une progression de ses bénéfices de plus de 25% en 2023 et s'échange pour 6.5x les bénéfices des douze prochains mois. Le titre a subi un recul de 27.8% en 2023.

Shandong Weigao, est le premier fabricant chinois d'équipements médicaux avec 85% de part de marché pour les seringues préremplies, 60% pour les kits de perfusion ou 80% pour les poches de sang. Le cours de l'action a perdu 43% en 2023 alors même que les ventes et les bénéfices hors éléments exceptionnels (Covid et évolution des prix en Chine) ont augmenté de 10,5% et 14% au cours du premier semestre. La direction de l'entreprise a par ailleurs confirmé en août que ses ventes devraient croître à un rythme à deux chiffres au cours du second semestre. À plus long terme, la société devrait bénéficier d'une meilleure couverture des hôpitaux régionaux de plus petite taille, de la demande grandissante pour les seringues préremplies à destination d'une utilisation à domicile pour les maladies auto-immunes, le diabète et le contrôle du poids, ainsi que du lancement de nouveaux produits. Les bénéfices devraient augmenter à un rythme de 15 % par an tandis que l'action se négocie à 10x les bénéfices de l'année à venir et offre un dividende de 3 %. La société dispose de liquidités à son bilan alors que sa marge opérationnelle est de 25 %.

Nous n'avons effectué que peu de mouvements en 2023. Quatre valeurs présentées lors de nos précédents rapports avaient été achetées en début d'année (BYD, Ming Yang, Nexans et Schneider). Nous avons par ailleurs, vendu Fanuc en raison d'inquiétudes quant à la concurrence des acteurs chinois dans le secteur des machines-outils et plus particulièrement dans le secteur automobile bouleversé par le passage à l'électrique. Nous avons par ailleurs pris nos profits sur le titre MSC Industrials qui avait bien profité d'une croissance américaine plus soutenue qu'attendu. Enfin, nous avons préféré vendre Vietnam Dairy Products, la croissance de la société restant très décevante et bien en deçà de ce qu'elle avait été par le passé.

Et maintenant quid de 2024 ?

En ce début 2024, c'est l'appât du gain, ou la peur de rater la hausse, qui prime aux yeux des investisseurs. Ainsi l'indicateur CNN Business Fear & Greed se situait à 80% à la fin de l'année 2023, signalant un niveau extrême d'avidité. De la même façon, le sondage de l'Association Américaine des Investisseurs Particuliers indique le plus fort niveau d'optimisme depuis plus de six ans. Les investisseurs attendent, en effet, une baisse de l'inflation, une croissance économique restant solide, ainsi qu'une baisse des taux directeurs de la Fed à 4% pour la fin de l'année 2024 (contre 5.25%/5.5% en ce moment). En d'autres mots, c'est le scénario que l'on surnomme « Boucle d'Or » qui domine les esprits en ce début d'année.

Pour autant, l'inflation reste une menace compte tenu de la persistance, à ce stade, de la pression salariale, notamment aux États Unis. Les salaires y étaient, en effet, en hausse de 5.2% en novembre selon l'indicateur de la Fed d'Atlanta. Or, sans recul clair de l'inflation, le rêve des investisseurs de voir la Fed baisser ses taux directeurs à plusieurs reprises en 2024 pourrait s'évanouir. Par ailleurs, pour ce qui est de l'économie, là aussi, les risques de déception sont élevés compte tenu des premiers commentaires venus des entreprises fin 2023. Nike a ainsi signalé le 22 décembre un « environnement plus mou » nécessitant de sa part une hausse des promotions. L'entreprise a indiqué constater « un comportement plus prudent des consommateurs dans le monde et un environnement macroéconomique inégal ». Les investisseurs pourraient ainsi se montrer à l'avenir plus attentifs aux valorisations dans un contexte de remise en question du scénario « Boucle d'Or » qui avait permis de justifier des niveaux de valorisation extrêmes sur certaines parties du marché. Cela pourrait également entraîner une rotation structurelle vers de nouvelles parties du marché jusque-là délaissées.

Comme nous vous l'avions indiqué lors du lancement du fonds, nous avons choisi d'être libres et totalement détachés des indices, même lorsque la pression s'avère très forte. Nous sommes convaincus que seul le maintien de la discipline, tant sur la qualité des sociétés que sur leur valorisation, permet de générer une performance supérieure à celle des indices actions sur le long terme. Nous avons un cap clair, celui de surperformer sur le long terme en sélectionnant des sociétés de qualité à un prix raisonnable. Notre ambition, malgré les vents contraires que nous affrontons à court terme, ne change pas.

En 2023, cette approche nous a conduit à offrir une performance très en deçà de celle des indices alors que les marchés étaient dans une phase de hausse violente. Sur le long terme, nous restons convaincus que seule cette approche, faite de persévérance et de discipline, nous permettra de faire la différence en tant qu'investisseurs responsables de vos capitaux.

PH Global Equities offre ainsi aujourd'hui un portefeuille qui se traite avec une décote de 25% par rapport au MSCI AC World (13.6x les bénéfices des douze mois à venir) pour un ROE quasiment deux fois plus élevé (19%) et une croissance très nettement supérieure (15.7% en 2024 contre 8% pour l'indice).

Cette sélection ouverte et pragmatique de sociétés championnes de leurs métiers respectifs partout dans le monde, combinant croissance et prix raisonnables, est, à notre sens, bien positionnée pour le monde de demain.

Céline & Vincent

Top 5 contributeurs positifs du trimestre

Libellé	Poids moyen (%)	Performance (%)	Contribution
CREDIT AGRICOLE SA	3,40	43,50	1,17
SCHNEIDER ELECTRIC SE	3,50	41,90	1,10
MICHELIN (CGDE)	3,60	30,60	1,03
DENSO CORP	1,80	20,40	0,40
MSC INDUSTRIAL DIRECT CO-A	1,50	19,90	0,31

5 principales positions

MERCK & CO. INC.	5,38
JOHNSON & JOHNSON	5,28
AIA GROUP LTD	5,18
BARRICK GOLD CORP	5,09
STANDARD CHARTERED PLC	4,88

Principales caractéristiques du fonds

Nombre de valeurs	25
Capitalisation Boursière Moyenne	82.2 bn\$
Top 10 en % des Actifs du Fonds *	48,54
ROE Moyen (%)	18,00
Marge Opérationnelle Moyenne (%)	22,30
Net Debt / EBITDA	0.4x
PE Estimé 12 Prochains Mois	13.5x
Croissance des BPA à venir (%)	13,10

Informations clés

Actif sous gestion du compartiment	144.5 Millions EUR
Heure limite	Quotidien à 12:00 CET
Politique de distribution	Capitalisation
Disponible à la commercialisation	FR / NL / LUX
Contact	contact@piquemal-houghton.com
Ticker Bloomberg	PIHGERE LX Equity
Date de lancement	31 déc. 2020
Investissement Minimum	-
Devise	EUR

Principaux ratios de risque

Ratios de risque	YTD	1 an
Volatilité	8,79%	8,79%
Beta	0,5682	0,5682

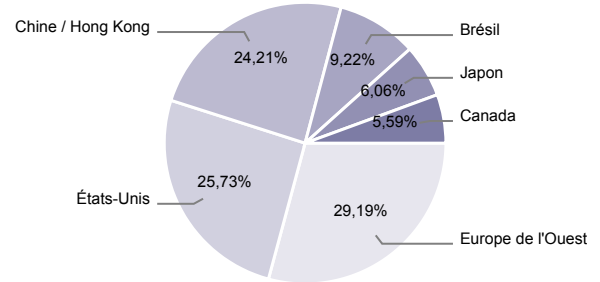
Principaux risques

- Risque de perte en capital
- Risque de gestion discrétionnaire
- Risque de marché

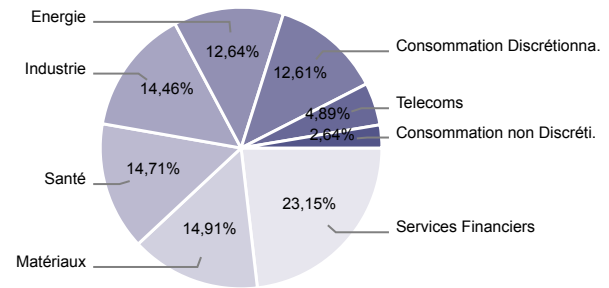
Top 5 Contributeurs négatifs du trimestre

Libellé	Poids moyen (%)	Performance (%)	Contribution
MING YANG SMART ENERGY	2,90	-53,30	-2,54
SHANDONG WEIGAO GP MED-H	3,30	-42,60	-1,65
AIA GROUP LTD	4,30	-24,20	-1,03
MINTH GROUP LTD	2,90	-27,90	-0,77
JOHNSON & JOHNSON	4,60	-14,10	-0,48

Allocation géographique *



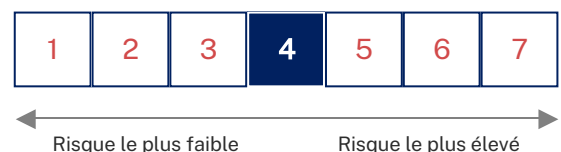
Allocation sectorielle *



* Hors cash

Frais de gestion (%)	1,70
Frais courants (%)	1,95
Frais d'entrée (%)	-
Frais de sortie (%)	-
Société de gestion	Piquemal Houghton Investment SAS
Domiciliation	Luxembourg
Auditeur	Ernst & Young Luxembourg
Agent de transfert	EFA Luxembourg
Banque Dépositaire	UBS Luxembourg

Profil de risque SRI



- Risque lié aux actions
- Risque de change
- Risque lié aux marchés émergents

