



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits: L'attention des investisseurs est restée fixée sur le conflit au Moyen-Orient, la circulation dans le détroit d'Ormuz restant suspendue. Les indicateurs macro-économiques et les premières publications de résultats n'étaient pas affectés pour le moment mais la confiance a commencé à se dégrader au Japon.

La situation géopolitique est restée suspendue aux discussions entre Téhéran et Washington. Après avoir menacé d'anéantir l'Iran en une nuit, Donald Trump a conclu un cessez-le-feu. Cette trêve s'est toutefois révélée fragile. Après que les forces américaines ont arraisonné un navire iranien, Téhéran a annoncé qu'il ne laisserait plus aucun trafic franchir le détroit d'Ormuz, ce qui a conduit les Etats-Unis à imposer un blocus des ports iraniens et des expéditions. Les négociations se sont malgré tout poursuivies, avec comme principal point d'achoppement un moratoire sur l'enrichissement d'uranium, mais le président américain promettait que la guerre était "bientôt terminée". A la fin du mois, toutefois, le trafic dans le détroit restait extrêmement limité et ne donnait aucun signe d'amélioration, bloquant près d'un cinquième de l'approvisionnement mondial en pétrole. Le baril a ainsi clôturé au-dessus de \$110, non loin de son plus haut en quatre ans, et pour aggraver les choses, les Emirats Arabes Unis ont annoncé leur sortie de l'OPEP.

Dans ce contexte, **la Première Ministre japonaise n'a cessé de répéter qu'elle n'imposerait ni mesures d'économie de carburant ni budget supplémentaire**, mais qu'elle cherchait d'autres sources d'approvisionnement en pétrole. Takaichisan a confirmé la libération, dès le début du mois de mai, de réserves de pétrole correspondant à 20 jours supplémentaires. **Sa grande popularité a toutefois commencé à montrer les premiers signes d'essoufflement** dans plusieurs sondages.

Pour le moment, les indicateurs économiques officiels semblaient relativement peu affectés. Certains portaient sur des données de février (comme le taux d'utilisation des capacités, resté stable, et les fortes commandes de machines). Quant à ceux portant sur le mois de mars, le taux de chômage est resté faible à 2.7%, la production industrielle a baissé de seulement 0.5% sur un mois tandis que les exportations et les importations ont bondi de plus de 10% en un an. Plusieurs sondages indiquaient néanmoins une baisse de confiance. L'enquête trimestrielle Tankan, dont les données avaient été recueillies tout au long du mois de mars, est restée favorable. Elle a en effet révélé les meilleures conditions observées depuis 1991. La composante « perspectives » s'est toutefois détériorée, en particulier dans les secteurs directement touchés par la hausse des prix du pétrole, et les grandes entreprises tous secteurs confondus prévoient une baisse moyenne de 2.5% de leur bénéfice net pour l'exercice 2026. L'enquête « Economy Watchers », dont le sondage avait été réalisé plus tard (du 25 mars à la fin du mois) et qui couvre les personnes exerçant des emplois sensibles à la conjoncture économique, a révélé une baisse plus marquée du moral. Celui-ci est revenu à un niveau qui n'avait plus été observé depuis la période Covid. De plus, **l'indice de confiance des consommateurs du gouvernement a chuté de 7.8 points entre février et avril, atteignant son plus bas niveau en douze mois**. Cela reflétait sans doute les inquiétudes croissantes concernant l'inflation liée à l'énergie, même si



les subventions gouvernementales sur l'essence atténuent l'effet direct sur les ménages.

Les prix à la consommation sont restés contenus pour le moment et tous les indices d'inflation (l'indice national, et ceux excluant des composantes plus volatiles comme l'alimentaire et l'énergie) restaient en-dessous de la cible de 2% de la Banque du Japon. Les prix à la production ont toutefois accéléré à 2.6% d'un an sur l'autre, reflétant l'augmentation des prix des dérivés pétroliers et des intrants chimiques. Les prix à l'importation ont aussi grimpé de 7.9% sur la même période. **Ceci a mené la BdJ à ajuster ses prévisions d'inflation lors de sa réunion mensuelle, les relevant de 1.9 à 2.8% pour l'année fiscale 2026 et de 2.0 à 2.3% pour 2027.** La banque centrale n'a toutefois pas modifié sa politique monétaire et a gardé ses taux à 0.75%, bien que trois des neuf membres du conseil aient voté en faveur d'une hausse. La Réserve Fédérale américaine a également gardé sa politique inchangée, ce qui a maintenu

le taux du dollar pour un yen à environ 160. C'est resté le cas jusqu'au dernier jours du mois, où le yen a rebondi de 2.4%, lorsque des sources ont fait état d'une intervention du gouvernement.

Au cours des dernières séances, un tiers des sociétés composant l'indice Topix ont également publié leurs résultats, mais beaucoup d'entre elles l'ont fait après la dernière clôture, sans que cela ait d'incidence sur la performance mensuelle. **Les premiers résultats laissent présager une bonne saison, avec respectivement 61 % et 56 % des entreprises dépassant les estimations de chiffre d'affaires et de bénéfice par action,** selon les données de LSEG. Toutefois, le manque de visibilité et les déclarations prudentes concernant la guerre ont continué à dominer dans les commentaires des entreprises.

Les effets: Le conflit n'était pas résolu mais les investisseurs ont apprécié la désescalade. L'indice Topix a gagné 6.6% en Avril, tiré par les catégories Croissance liées à l'IA. Malgré notre style Value, notre sélection a surperformé d'environ 36 points de base.

Alors que l'Iran et les Etats-Unis avaient conclu un cessez-le-feu et continuaient à négocier, l'indice a monté et sa performance sur le début du mois a atteint jusqu'à 9% dans la première quinzaine d'avril, à seulement 3% du record touché en février. La deuxième partie du mois a connu quelques prises de profits face à l'enlisement de la situation géopolitique, mais les résultats solides et les perspectives brillantes des sociétés autour de l'IA, qui confirmaient l'accélération de la demande, ont atténué les effets. **Le Nikkei 225, qui est plus exposé au thème de l'IA que le vaste Topix, a quant-à-lui continué à monter, et a clôturé en hausse de 16.1%, franchissant les 60,000 points pour la première fois de son histoire.** Le conglomérat Softbank, ainsi que les fabricants d'équipements pour la production de semi-conducteurs Advantest et Tokyo Electron, qui représentent ensemble environ 25% de cet indice,

expliquaient cette différence de comportement. Pour la même raison, l'indice Topix Growth a progressé presque deux fois plus que son homologue Value.

Les performances sectorielles étaient particulièrement variées. D'un côté, **les catégories liées à l'IA ont réalisé des performances à deux chiffres et les banques ont suivi dans une moindre mesure. De l'autre, les catégories relatives au pétrole ont fortement baissé en réaction aux espoirs d'une solution géopolitique tandis que les défensives et les valeurs de consommation étaient négligées.**

Parmi les secteurs les plus performants de la Bourse de Tokyo (TSE), celui des métaux non ferreux a gagné près de 32%, grâce à son exposition au secteur de la fibre optique, qui bénéficie d'une forte demande de la part des centres de données dédiés à l'IA. Le secteur des appareils électriques,



qui représente près de 20% du Topix, a quant à lui enregistré une hausse de plus de 20%, les acteurs de l'automatisation industrielle ayant publié des résultats solides. Yaskawa, par exemple, a fait état de commandes particulièrement soutenues en provenance de l'industrie des semi-conducteurs et des centres de données américains. Le fournisseur de mémoires Kioxia, dont le cours a presque triplé depuis le début de l'année dans un contexte de pénurie de mémoires NAND, a encore bondi de 97% en avril après que le journal Nikkei a annoncé que la société envisageait de verser un dividende. Les bons résultats d'Intel, qui témoignent de l'utilisation croissante des processeurs de calcul pour faire tourner les agents IA, ont également soutenu les fabricants de semi-conducteurs et de composants électriques. Le groupe Softbank, propriétaire d'Arm Holdings, concurrent d'Intel, a monté de 47%, produisant ainsi la majeure partie de la hausse de 10% enregistrée par le secteur de l'information et de la communication en avril.

Au contraire, les secteurs qui avaient le mieux tiré leur épingle du jeu en mars ont fini parmi les plus mauvais ce mois-ci, comme si les investisseurs considéraient que le conflit était réglé. Le secteur minier et les produits du pétrole et du charbon qui, dans la classification japonaise, comprennent respectivement les sociétés d'exploration et les raffineurs, ont perdu 11.3 et 7.9%. Tous les groupes liés au transport ont fini en baisse et les annonces de hausse de prix de Japan Airlines, Ana Holdings ou East Japan Railway n'ont pas fait beaucoup de différence. Le transport maritime, pour lequel les investisseurs attendaient initialement qu'il bénéficie d'une hausse des taux de fret et des trajets plus longs, a baissé de 6%. Les secteurs défensifs ont aussi été négligés. Les services aux collectivités et les valeurs pharmaceutiques ont baissé dans les mêmes proportions, tandis que l'alimentaire finissait en petite hausse. Les secteurs liés à la consommation comme le commerce de détail et les équipements de transports ont également baissé un peu, l'inflation menaçant la demande. Toyota prévoit de réduire sa production à l'étranger de 38,000 voitures jusqu'à novembre, en raison de l'aggravation de la situation au Moyen-Orient.

Une fois de plus, des activistes de différentes nationalités se sont impliqués dans plusieurs entreprises japonaises, dont le cours a été stimulé par cette nouvelle. Pour n'en citer que quelques cas, la société américaine Elliott Investment a pris une participation dans le fabricant japonais de climatiseurs Daikin, affirmant que celui-ci était "nettement sous-évalué". L'activiste londonien Palliser Capital a réalisé un "investissement significatif" dans la société d'automatisation industrielle SMC et a poussé à la mise en place d'un gros programme de rachat d'actions, tandis que Dalton Investment a demandé deux sièges au conseil d'administration de Yakult Honsha.

Notre sélection a délivré une performance correcte, notamment si l'on tient compte de son biais structurel Value. Nous avons réussi à battre l'indice Topix de 36 points de base. Nous avons non seulement plus de gagnants que de perdants mais la première catégorie a battu l'autre avec une marge plus nette que la moyenne. Cette performance s'explique en grande partie par notre surpondération dans le secteur technologique, ce qui peut paraître inhabituel pour une stratégie Value. Nos trois principales valeurs, Murata Manufacturing, Renesas Electronics et Advantest, ont progressé de 39% ou plus en avril. Toutes bénéficient d'une demande accrue en infrastructures d'intelligence artificielle, qu'il s'agisse de composants passifs, de semi-conducteurs ou d'équipements de test. Le leader des capteurs Keyence a également progressé de 30% après avoir annoncé sa plus forte croissance de ventes en treize trimestres et envisagé de soumettre un plan d'annulation de ses actions de trésorerie lors de la prochaine assemblée générale. Kakaku.com, qui propose des services en ligne allant de la recherche d'emploi à la réservation de restaurants et d'hôtels, a continué à bien se comporter, alors qu'une entreprise suédoise envisagerait de le racheter. À l'autre bout de l'échelle, nos positions plus défensives, notamment les entreprises de télécommunications et les pharmaceutiques ainsi que les sociétés liées au pétrole, ont, sans surprise, enregistré les plus fortes baisses en avril.



Nos décisions: Alors que la visibilité restait limitée et que la saison des résultats ne faisait que commencer, nous n'avons rien changé à notre portefeuille modérément défensif.

Le mois d'avril n'a pas apporté de clarification quant au conflit au Moyen-Orient et à ses conséquences sur la croissance mondiale et les résultats des entreprises. Notre analyse quantitative n'a déclenché aucun signal de vente, à l'exception de celui concernant la société de négoce Itochu, qui s'expliquait par une situation ponctuelle faussant les calculs des indicateurs et limitant la pertinence du modèle dans ce cas précis. Nous avons donc choisi de conserver Itochu, qui est moins exposée à la flambée actuelle des prix des matières premières que la plupart des autres entreprises, mais dont le portefeuille d'activités équilibré permet de faire face à tous les types de conjonctures économiques. Ses activités de négoce diversifiées à travers

le monde sont également mieux adaptées aux risques liés à l'approvisionnement et à la chaîne logistique.

En conséquence, les caractéristiques de notre sélection n'ont guère évolué. **Notre portefeuille conserve un avantage de valorisation de deux points par rapport au ratio cours/bénéfice de notre indice de référence, pour une croissance à long terme attendue à peu près équivalente, ce qui en fait une option intéressante** (d'autant plus que le multiple du marché japonais s'est étiré à 16 fois les bénéfices prévisionnels).

Les perspectives: Nous pensons que les implications liées au conflit au Moyen-Orient sont plus profondes que le marché ne semble croire pour une économie japonaise très dépendante des importations énergétiques. Comme toujours, cette crise pourrait néanmoins avoir l'avantage de forcer le gouvernement et ses entreprises à prendre les dispositions nécessaires pour renforcer leur résilience.

Nous estimons que la situation entre l'Iran et les États-Unis ne s'est pas améliorée. **Personne ne sait quand le détroit d'Ormuz sera à nouveau entièrement ouvert. Quoi qu'il en soit, même lorsqu'il le sera, il faudra un certain temps pour que les choses reviennent à la normale.** Ce mois-ci, le PDG de Dow Chemical a déclaré que le simple déblocage du détroit prendrait près d'un an. Les pays ont commencé à épuiser leurs réserves énergétiques à un moment où ils commencent habituellement à les reconstituer en vue de l'hiver prochain. De plus, la rupture symbolique des Émirats Arabes Unis avec l'OPEP met en évidence une division croissante parmi les principaux producteurs de pétrole, ce qui affaiblira la capacité du groupe à gérer l'offre mondiale après la fin de la guerre en Iran. Le gouvernement japonais

est convaincu qu'il peut s'approvisionner en pétrole ailleurs. Pourtant, cela demande plus de temps et plus d'argent. Le Japon a fièrement annoncé l'arrivée de son premier pétrolier en provenance des États-Unis. Son chargement ne correspondait toutefois qu'à une seule journée de consommation nationale. De plus, se tourner entièrement vers le brut américain n'est pas une option réaliste. En effet, la plupart des raffineries japonaises sont configurées pour traiter le brut du Moyen-Orient, qui est beaucoup plus lourd. S'appuyer durablement sur le pétrole américain nécessiterait de modifier les processus de raffinage et d'adapter les équipements.



Dans le même temps, **les prévisions de bénéfices des analystes n'ont pratiquement pas évolué.** La pénurie pourrait toutefois peser sur l'activité manufacturière (même si la demande reste soutenue, comme dans le secteur de l'IA). Les hausses de coûts pourraient ne pas être entièrement répercutées sur les prix et la demande est plus ou moins élastique face aux variations des cours. Dans la dernière enquête Tankan, les entreprises s'attendaient à ce que leur bénéfice net diminue de 2 % au cours du prochain exercice fiscal. Cela ne semble pas spécialement prudent par rapport à une hypothèse similaire formulée à la même période l'année dernière, avant l'entrée en vigueur des droits de douane du "Jour de la Libération". De plus, le consensus des analystes table toujours sur une croissance des bénéfices de 13.2%, selon les calculs de Graphene Investments utilisant les données LSEG/IBES. Il est vrai que les entreprises font l'hypothèse prudente d'un renforcement du yen à 148 pour un dollar, et les prévisions varient d'un secteur à l'autre. La saison des résultats qui se profile permettra de mieux cerner la situation réelle... si les dirigeants d'entreprise sont effectivement en mesure de l'évaluer.

Le marché a regagné la moitié de ses pertes et l'indice Topix est désormais seulement à 5% en deçà de ses plus hauts, mais **le PE de 16x sur les 12 prochains mois est actuellement sous-estimé si les résultats attendus ne sont pas au rendez-vous. Même si nous ajustons les chiffres pour tenir compte de ce point, les actions japonaises sont probablement moins chères que d'autres marchés comme Wall Street, mais le Japon est aussi plus vulnérable.** La nouvelle Première Ministre doit relever le défi majeur de réduire la dépendance du pays aux importations de carburants et de développer les énergies alternatives comme les sources renouvelables ou le nucléaire, tandis que les entreprises japonaises repensent leur propre dépendance, réduisent les coûts et ajustent leur stratégie d'approvisionnement. En la matière, au moins, les sociétés japonaises ont déjà dû faire face à des situations de pénurie d'énergie, comme après la catastrophe de Fukushima. **L'adaptation rapide et l'exécution feront la différence dans**

cet environnement que nous jugeons propice au stock picking.

Information importante: Les avis exprimés dans ce document sont à but exclusivement informatif. Ils ne sauraient constituer une recommandation d'adopter ou de modifier une stratégie d'investissement, ni d'acheter ou de vendre un instrument financier. Ils reflètent l'analyse de Graphene Investments à la date indiqué en tête de document, sur la base de l'information disponible à cette date. Cette information, ainsi que les opinions et hypothèses qui en découlent, sont susceptible d'évoluer à tout moment. Graphene Investments ne garantit ni leur exhaustivité ni leur exactitude.

Les références à la performance des marchés, des instruments financiers ou de la stratégie sont fournies à titre d'information. Les performances passées ne sauraient constituer une indication de la performance qui pourra être obtenue dans le futur. Graphene Investments ne gérant actuellement aucun fonds ou compte qui puisse être considéré comme représentatif, toute mention de la performance d'investissement se réfère à la performance brute de la stratégie Japan Essential Value, telle qu'estimée par Graphene Investments sur la base du portefeuille virtuel, libellé en yen et ne faisant l'objet d'aucune couverture de change, géré par l'équipe dans des conditions qui reflètent le processus d'investissement de la stratégie. Le détail du calcul est disponible sur demande auprès de Graphene Investments. La performance réellement obtenue par la même stratégie dans chaque véhicule d'investissement où elle est appliquée peut varier en fonction des caractéristiques de ce véhicule et des conditions de mise en œuvre.

Avant de prendre une décision d'investissement, quelle qu'elle soit, les investisseurs doivent mener leur propre analyse, en utilisant une information à jour, pour se faire une opinion sur l'adéquation et le risque de l'investissement envisagé.

La reproduction de tout ou partie du présent document est interdite sans l'accord préalable écrit de Graphene Investments.



Agrément AMF n° GP-16000022

75 Bd. Haussmann 75008 Paris (France)

T: +33.1.70.82.44.50

F: +33.1.70.82.44.49

E: contact@graphene-investments.com

W: www.graphene-investments.com