

LES NOUVEAUX TIGRES ASIATIQUES

OCTOBRE 2025

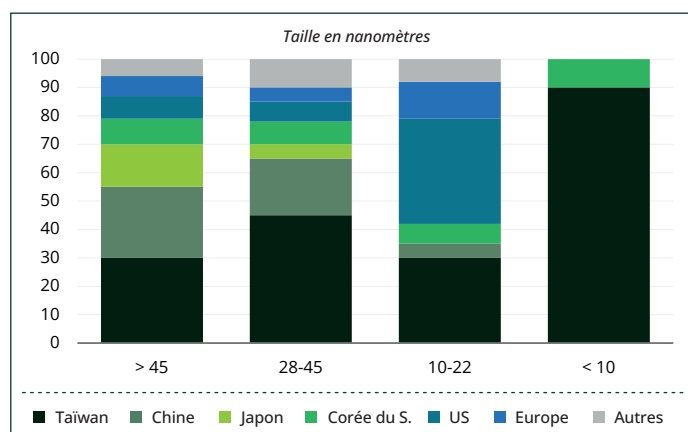


Naomi WAISTELL

À l'issue d'un récent voyage à Taïwan et en Corée du Sud, Naomi Waistell, cogérante de Carmignac Portfolio Emergents, met en lumière le dynamisme et le rôle clé des « nouveaux tigres asiatiques » à l'échelle mondiale. Autrefois reconnus pour leur essor porté par les exportations, ces pays sont désormais au cœur des révolutions du numérique et de l'intelligence artificielle (IA) qui façonneront la prochaine décennie. Pourtant, ils demeurent sous-représentés dans les portefeuilles globaux, souvent sous-valorisés, voire ignorés par les investisseurs internationaux. Derrière les grands noms incontournables du secteur, Naomi Waistell décèle un univers d'investissement riche et diversifié, où convergent croissance structurelle, leadership technologique et gouvernance de qualité. En examinant la situation de plus près, on constate que les opportunités en Asie se révèlent aussi riches que prometteuses.

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, Taïwan, la Corée du Sud, Hong Kong et Singapour ont connu une industrialisation rapide, tirée par les exportations, ainsi qu'une forte croissance économique. Ils furent alors surnommés les « Tigres asiatiques ». La transition des marchés agricoles vers des économies à forte valeur ajoutée, fondées sur la connaissance et capables de rivaliser à l'échelle mondiale, s'est opérée à une vitesse remarquable. La symbolique du tigre dans la culture asiatique – vitesse, puissance, agilité – reflète parfaitement cette mutation. Aujourd'hui, le succès de Hong Kong et Singapour ne fait plus mystère : ces places figurent désormais parmi les principaux centres financiers internationaux. Taïwan et la Corée du Sud, sont quant à elles devenues des leaders dans la fabrication de semi-conducteurs, avec 100 % de part de marché sur les technologies les plus avancées.

PRODUCTION MONDIALE DES SEMI-CONDUCTEURS RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE PAR TAILLE DE PUCE (EN % DU TOTAL)

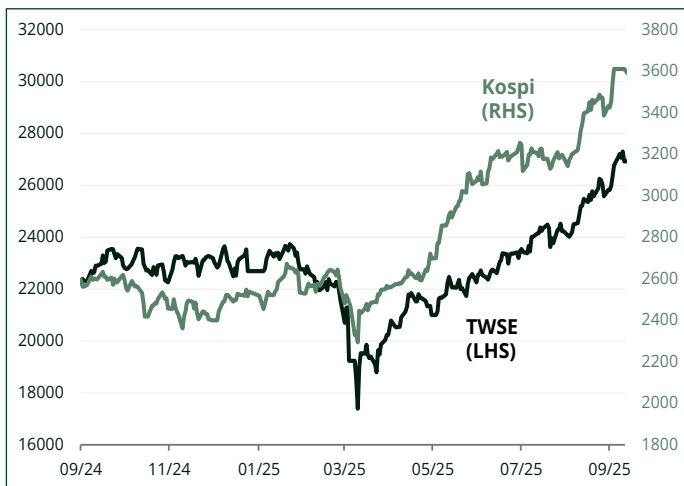


Sources : Bloomberg, Statista, Semi 300mm Fab Outlook, 2023.



Pourtant, l'intelligence artificielle est encore trop souvent présentée comme l'apanage de la Silicon Valley, alors que l'infrastructure et la fabrication au cœur de cette révolution reposent essentiellement sur l'Asie du Nord. En d'autres termes, il est impossible de parler d'IA sans parler de ces marchés émergents : c'est là que se trouvent les acteurs clés qui rendent la révolution de l'IA possible, de la fabrication de puces de pointe à Taïwan jusqu'aux mémoires produites en Corée, en passant par une multitude de composants de niche mais devenus indispensables. On y trouve des figures bien établies, à l'image de Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), mais on ignore souvent la complexité de cette chaîne d'approvisionnement, qui offre un gisement d'opportunités considérable pour la sélection de titres. Les indices Taiex à Taïwan et Kospi en Corée du Sud ont tous deux continué d'atteindre de nouveaux sommets cette année, et pourtant, l'attention reste concentrée sur quelques grandes capitalisations seulement, tandis que les fonds internationaux demeurent structurellement sous-exposés à la région.

ÉVOLUTION SUR 1 AN DES MARCHÉS CORÉEN ET TAÏWANAIS (VARIATION DE PRIX)



Source : Bloomberg, octobre 2025

Nous considérons cette sous-exposition comme une incohérence de marché dont nous pouvons tirer parti, grâce à notre expérience et une connaissance approfondie de cet écosystème et de sa nature complexe. C'est dans cette optique que nous avons rendu visite à ces Tigres asiatiques en septembre où nous y avons rencontré une trentaine de sociétés de semi-conducteurs afin de dénicher des opportunités cachées pour générer activement de la performance.

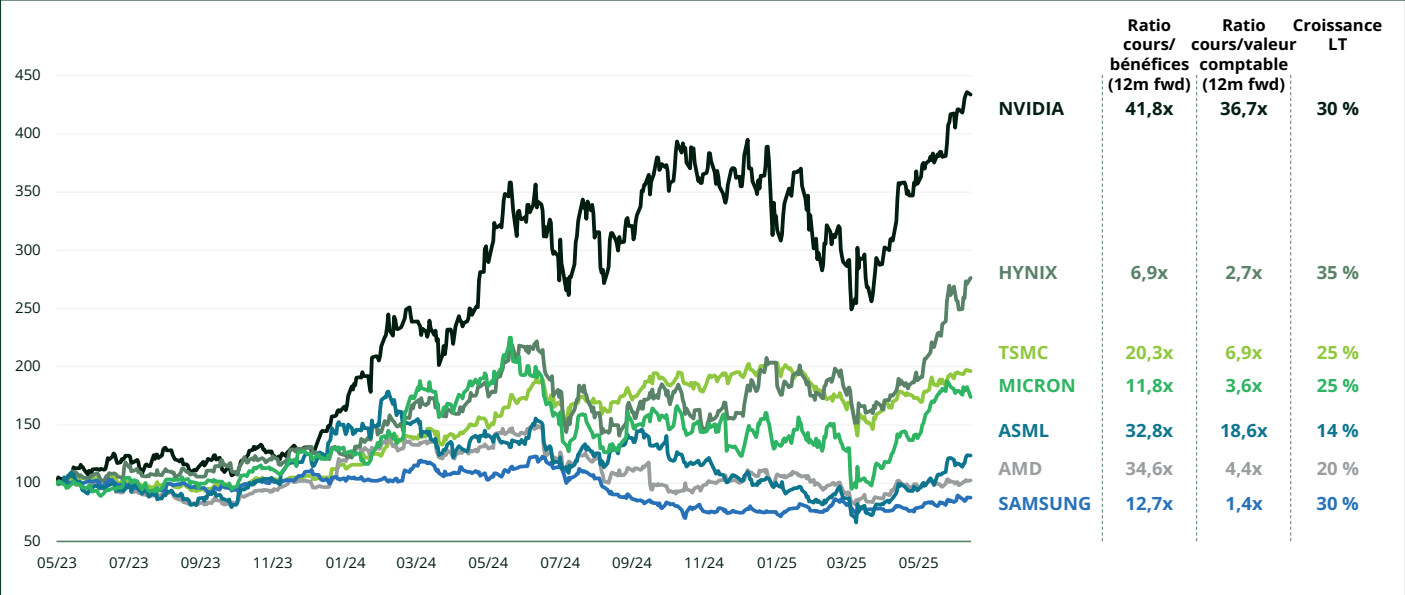
Nous avons constaté que les principaux goulots d'étranglement et contraintes se situent souvent dans des domaines spécialisés, contrôlés par une ou deux entreprises de taille moyenne – celles qui fabriquent des contrôleurs de gestion de la carte mère (BMC), des composants stratifiés cuivrés (CCL), des racks de serveurs, des systèmes d'alimentation ou encore des solutions de refroidissement liquide. Dans certains cas, les prix de ces composants essentiels sont multipliés par deux ou trois, tandis que les volumes nécessaires augmentent à chaque nouvelle génération, soutenant la croissance. Parallèlement, les avantages compétitifs en matière de coûts et de taux de rendement demeurent, ce qui renforce encore la rentabilité. Une société que nous avons rencontrée a résumé la situation ainsi : « Nous élaborons des plans stratégiques à dix ans. L'an dernier, nous avons fixé l'objectif de marge opérationnelle à dix ans à 15 % [contre 11,3 % en 2024], et nous y sommes déjà ! » Atteindre en moins d'un an un objectif de marge fixé sur dix ans est inédit – tout comme l'est la vitesse de croissance de la demande. De plus en plus, ces fabricants de composants voient la demande se diversifier : non seulement grâce à l'architecture GPU dominante, mais aussi, de manière croissante, grâce aux circuits intégrés spécifiques à une application (ASIC). Ces derniers devraient, à l'avenir, fonctionner davantage en parallèle et constituer un nouveau relais de croissance, élargissant ainsi le marché total adressable et réduisant le risque de concentration lié à un seul client clé.

La conclusion la plus marquante de cette visite de terrain est celle d'une demande qui reste vigoureuse sur l'ensemble de la chaîne de l'IA, sans le moindre signe, à court terme, de « trou d'air » ou même de ralentissement entre deux générations de produits : les clients veulent un approvisionnement constant et les taux d'utilisation, pour beaucoup, tournent autour de 100 % toute l'année. Une société nous a expliqué que les tarifs des cargaisons de ces composants transportées par avion vers les États-Unis sont calculés en fonction du poids, et « les volumes ne cessent d'augmenter », avant d'ajouter : « Il n'y a pas de limite à la demande, ils en veulent toujours plus. » Les équipes de direction se montrent unanimement optimistes quant au potentiel de croissance de long terme de l'IA. Leurs enjeux stratégiques portent principalement sur la manière de lever les contraintes de capacité dans certains segments, ce qui, pour l'heure, ne fait que renforcer leur pouvoir de fixation des prix. Nous considérons ces dynamiques comme structurelles, compte tenu de la longueur et de la complexité des cycles de qualification des composants clés, qui accroissent les coûts de changement de fournisseur et les barrières à l'entrée, et se traduisent par des revenus stables, avec un profil de risque plus faible.

Il est intéressant de relever que la reconnaissance des Tigres asiatiques parmi les acteurs financiers commence à progresser. Nous avons rencontré plusieurs grands investisseurs internationaux qui se rendaient à Taïwan et en Corée du Sud pour la toute première fois. Et pourquoi ne le feraient-ils pas ? Selon les propos de Jensen Huang, président de Nvidia, lors de la dernière annonce des résultats de l'entreprise : le marché mondial de l'IA pourrait passer de 600 milliards de dollars actuellement à 3 000–4 000 milliards de dollars en 2030, soit un taux de croissance annuel composé supérieur à 40 %. Cela impliquera de massifs investissements supplémentaires en Asie au cours des cinq prochaines années, confirmant l'ampleur du potentiel de croissance de ces acteurs clés.

Alors que les inquiétudes liées aux tensions géopolitiques se sont apaisées – du moins pour le moment –, que les valorisations asiatiques affichent une décote marquée par rapport à celles des États-Unis et que parallèlement, en Corée du Sud, s'ajoute une dynamique de réforme de la gouvernance des entreprises, nous continuons de considérer ces marchés comme un terrain particulièrement fertile pour les opportunités d'investissement. Les entreprises locales présentent des niveaux de rentabilité souvent sous-appréciés, avec des ressources financières solides leur permettant d'accompagner une dynamique de croissance convaincante et de continuer à augmenter leurs bénéfices – ce qui, en définitive, soutient la progression de leurs cours. Il n'est pas nécessaire de rechercher une exposition à l'IA à des multiples stratosphériques ; les entreprises asiatiques apportent une diversification vers une exposition moins saturée et potentiellement plus attrayante.

ÉVOLUTION DE LA PERFORMANCE DES SOCIÉTÉS DE SEMI-CONDUCTEURS ET DE MÉMOIRES DEPUIS LE DÉBUT DE LA FRÉNÉSIE DE L'IA (EN %)



Source : Carmignac, Bloomberg, octobre 2025. Estimations de consensus Bloomberg pour les années calendaires 2025 et 2026.

SK Hynix, malgré une hausse de plus de 150 % depuis le début de l'année (en dollars US), se traite encore avec un PER anticipé à un chiffre, à seulement 6,9 fois, pour une croissance des bénéfices supérieure à 30 % – une anomalie de valorisation flagrante. TSMC, bien qu'un peu plus chère, reste encore loin des niveaux de valorisation des pairs des marchés développés, alors même que ses services sont essentiels et presque sans substitut. Il en va de même pour un certain nombre de nos valeurs technologiques de moyenne capitalisation¹, qui se négocient sur des multiples de PER entre 15 et 20, tout en affichant souvent des marges brutes et des profils de ROIC plus élevés. À mesure que le contenu par puce et par serveur continue de croître, nous estimons qu'une part croissante du surplus de profit de l'industrie reviendra à ces opérateurs efficaces. Croissance structurelle et rentabilité en promotion ! Nous voyons là un terrain particulièrement propice à la génération d'alpha.

TSMC : AU CŒUR DE LA PUISSANCE DE CALCUL

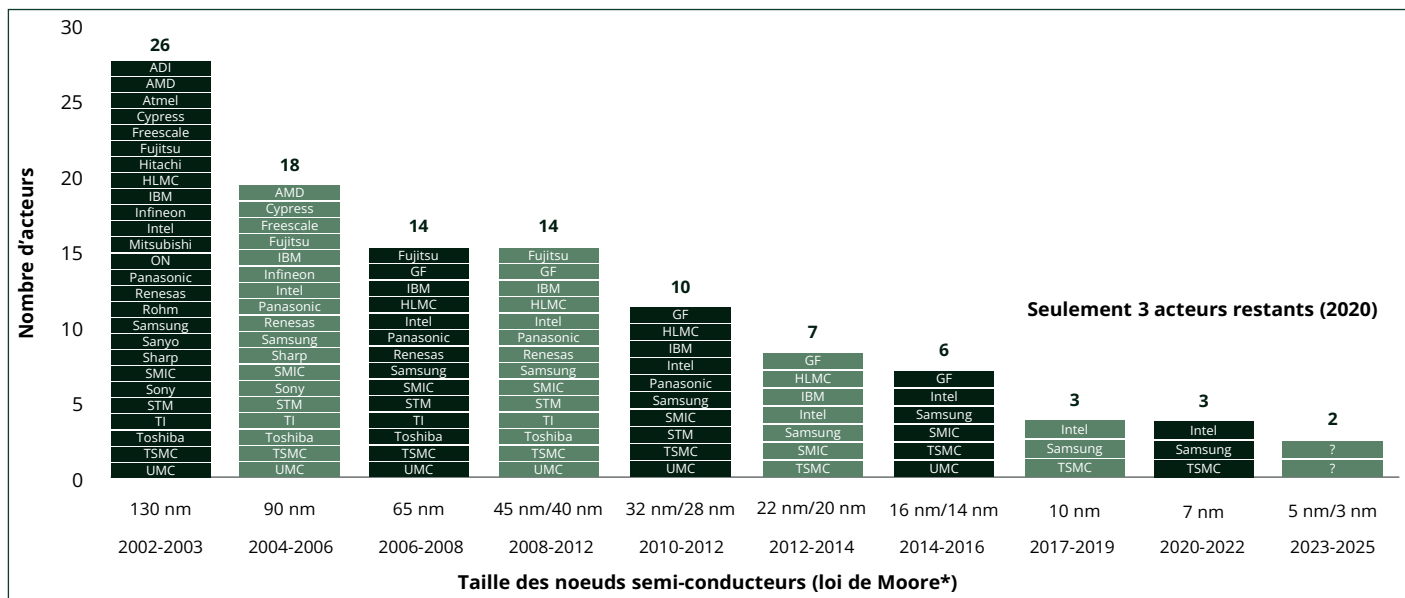
TSMC est littéralement le pilier central de toute l'industrie de l'IA. Les puces accélératrices d'IA qui entraînent et font fonctionner les grands modèles de langage (LLM) constituent la colonne vertébrale de cette technologie révolutionnaire – et presque toutes sont fabriquées par TSMC, majoritairement à Taiwan. L'explosion de la demande pour ces puces a permis à l'entreprise de doubler son chiffre d'affaires au cours des quatre dernières années, les revenus liés à l'IA ayant progressé rapidement et représentant une part de plus en plus importante. La société vise une croissance an-

nuelle moyenne de 20 % jusqu'à la fin de la décennie. Pour y parvenir, elle prévoit de dépenser environ 40 milliards de dollars en capex cette année et a annoncé d'importants projets d'investissement sur plusieurs années pour accroître sa capacité, dont 165 milliards de dollars investis en Arizona, renforçant ainsi sa présence aux États-Unis. L'essentiel de ces dépenses se concentre sur les nœuds les plus avancés, avec des capacités en 2 et 3 nm, essentielles pour le calcul de haute performance et l'efficacité énergétique des puces d'IA.

Taiwan Semiconductor (TSMC) a été fondée par Morris Chang en 1987, à une époque où la fabrication des puces était majoritairement réalisée en interne par les sociétés de conception. La fonderie électronique s'est donné pour mission de démontrer qu'une entreprise de fabrication spécialisée, entièrement dédiée à cette activité, pouvait rationaliser et faire progresser les procédés et apporter des gains d'efficacité à l'ensemble du secteur. Plutôt que de fabriquer ses propres puces, TSMC a choisi de travailler pour d'autres, générant des économies d'échelle. En se posant en partenaire plutôt qu'en concurrent, le fabricant a gagné la confiance de ses clients. Il leur a également permis d'opérer comme des sociétés de conception « *fabless* » (sans unité de fabrication), donc allégées en capital. Cette approche a transformé la structure de l'industrie et fait passer le nombre d'acteurs capables de proposer des capacités de fabrication de pointe de 26 en 2002 à seulement 2-3 aujourd'hui : TSMC, Samsung et Intel.

(1) Titres au sein de Carmignac Portfolio Emergents au 30/09/2025.

ÉVOLUTION DE L'INDUSTRIE DES SEMI-CONDUCTEURS : NOMBRE D'ACTEURS DISPOSANT DE CAPACITÉS DE FABRICATION DE POINTE

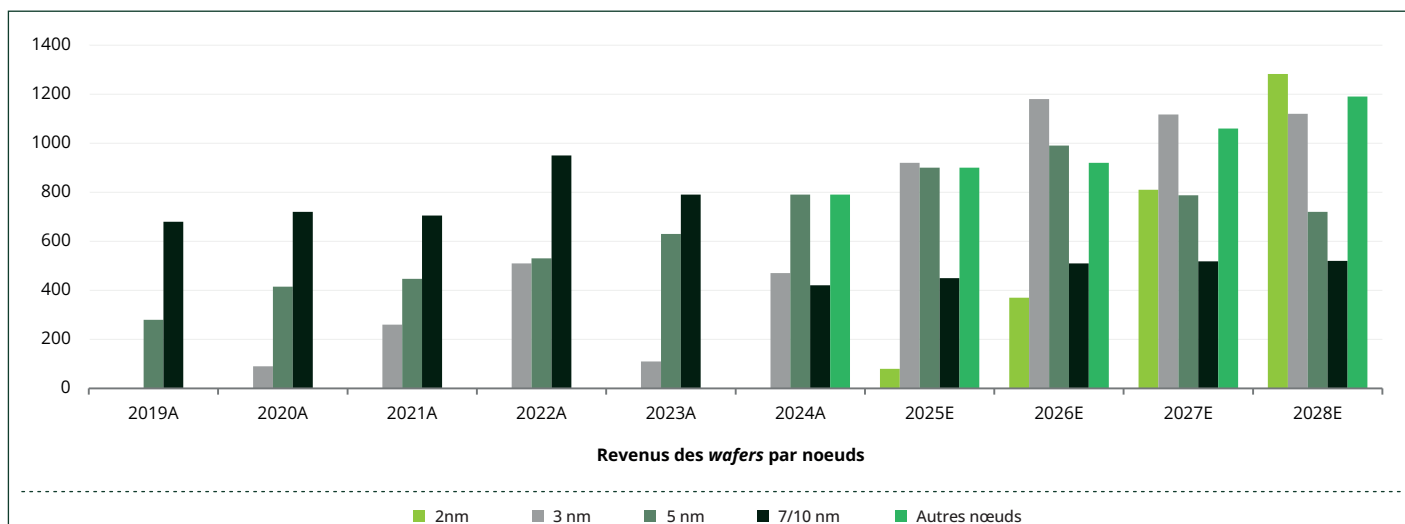


Sources : rapport High-End Performance Packaging 3D/2.5D Integration, Yole Développement 2020 (sources datées par Intel et WikiChip).

*La loi de Moore stipule que le nombre de transistors dans une puce de circuit intégré double tous les deux ans.

TSMC détient 90 % de part de marché sur les nœuds avancés, tandis que les fonderies de Samsung et d'Intel peinent à produire des puces en 5 nm et au-delà avec une échelle et des rendements comparables aux capacités de TSMC. Nous ne considérons donc pas les récentes initiatives de Nvidia et du gouvernement américain, consistant à s'associer à Intel et à y injecter des capitaux, comme une menace significative. Ce que fait TSMC se situe désormais à un niveau de précision extrêmement difficile à répliquer. Nvidia continuera à dépendre fortement de TSMC dans un avenir prévisible. Lors de notre rencontre avec la société dans son vaste siège en périphérie de Taipei, le management a confirmé le calendrier prévoyant le lancement de la production de masse des puces 2 nm à Taïwan plus tard cette année. Maintenir cette position de leadership incontesté a un prix : ses quelque 40 milliards de dollars de capex prévus en 2025 éclipsent les investissements de Samsung, dont les dépenses de fonderie s'élèvent à seulement 4 milliards de dollars cette année, tandis que celles d'Intel atteignent environ 10 milliards de dollars. TSMC concentre ses investissements sur les domaines les plus stratégiques, notamment dans les nœuds avancés, avec des technologies 5 nm et au-delà, représentant déjà 50 % de son chiffre d'affaires. Cette part devrait atteindre 70 % d'ici 2027, consolidant ainsi sa position de leader.

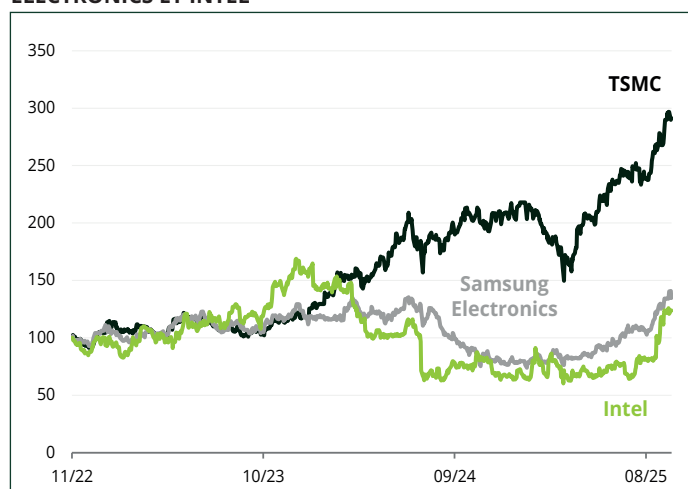
ÉVOLUTION DE L'INDUSTRIE DES SEMI-CONDUCTEURS : NOMBRE D'ACTEURS DISPOSANT DE CAPACITÉS DE FABRICATION DE POINTE



Source : Visible Alpha consensus, février 2025.

La société nous a confirmé que la demande pour ces nœuds de pointe reste supérieure à l'offre et continuera de croître, l'intérêt pour le 2 nm étant déjà plus fort que pour le 5 nm et le 3 nm. Cette situation crée les conditions nécessaires pour que le nœud 2 nm soit plus performant, tant en termes de revenus que de profits. La direction nous a présenté son dispositif sur cinq ans, qui combine des données externes et des analyses internes pour déterminer un profil de demande de long terme approprié. Avec plus de 500 clients, TSMC dispose de la vision la plus profonde et la plus large des dynamiques sectorielles, et à mesure que la complexité technologique augmente, les clients doivent désormais planifier à trois ans, ce qui renforce encore la visibilité. TSMC utilise ce cadre bottom-up détaillé depuis un certain temps, et les tests rétrospectifs montrent qu'il suit bien les grandes tendances. Ainsi, même si des pauses de court terme restent possibles, tout ce que la société constate depuis son poste d'observation plaide en faveur d'une dynamique solide et durable pour l'IA (qu'il s'agisse de GPU ou d'ASIC). TSMC s'emploie à rattraper la demande, notamment en accélérant la construction de nouvelles usines, mais ces projets prennent du temps.

PERFORMANCE DE TSMC PAR RAPPORT À SAMSUNG ELECTRONICS ET INTEL



Source : Bloomberg, octobre 2025.

Le cours de TSMC a bondi de près de 200 % depuis l'arrivée de ChatGPT fin novembre 2022, faisant de l'entreprise la neuvième plus grande capitalisation mondiale, devant Tesla. Cette progression spectaculaire s'appuie sur une quête inlassable d'excellence et d'efficacité, qui a conduit à des marges brutes proches de 60%⁽²⁾. La direction attribue ces marges à six facteurs : sa technologie et son leadership, ses taux d'utilisation élevés, ses coûts, son offre, les effets de change et sa politique de prix. Compte tenu de son rôle stratégique et de sa position dominante, l'entreprise pourrait relever davantage ses prix, sans renier son credo, selon lequel sa réussite est intrinsèquement liée à celle de ses clients. Elle s'attache donc à partager les fruits de son innovation. Elle croit en la nécessité de « mériter sa valeur » grâce à une différenciation technologique continue et reconnaît l'importance de générer

un retour sain et durable – le ROE est actuellement d'environ 30 %⁽³⁾, et la direction considère un niveau supérieur à 25 % comme « non négociable ».

Le plus grand défi de TSMC est probablement aussi son plus grand atout : sa culture. Réputée pour une éthique de travail intense, avec des équipes d'experts qui recherchent sans cesse des améliorations marginales, cette culture sera très difficile à reproduire aux États-Unis. Mais l'entreprise reconnaît la nécessité de se diversifier au-delà de son île d'origine, indépendamment des tensions géopolitiques. Les questions de disponibilité du foncier, d'ingénieurs et d'énergie sont de plus en plus pressantes, certaines estimations suggérant que TSMC pourrait représenter 25 % de la consommation électrique de Taïwan d'ici 2030 (contre moins de 10 % aujourd'hui⁽⁴⁾). Sa capacité à réaliser cette croissance future dépendra donc davantage du succès de ses implantations à l'étranger.

TSMC nourrit encore des ambitions de croissance qui dépassent largement l'univers actuel : un futur où l'IA fait partie intégrante des entreprises, des voitures autonomes et des robots humanoïdes qui deviendront réalité à mesure que les capacités des modèles s'améliorent, ouvrant un marché toujours plus vaste pour ce géant manufacturier. C'est une entreprise véritablement unique, le bénéficiaire le plus évident du « super-cycle » de calcul, et un pilier incontournable pour toute exposition à la révolution de l'IA.

LA FACE CACHÉE DE LA CHAÎNE D'APPROVISIONNEMENT

Les opportunités qui s'offrent à l'Asie dans le cadre de cette révolution de l'IA vont toutefois bien au-delà de TSMC. Dans notre portefeuille, nous avons enregistré de fortes performances en diversifiant notre dépendance à TSMC (qui représente désormais près de 12 % de l'indice de référence et qu'il est impossible de surpondérer réellement), au profit d'un ensemble d'acteurs de niche de taille moyenne, répartis sur toute la chaîne de valeur. Souvent, ces sociétés sont les seules à intervenir sur un créneau donné, ou à tout le moins les leaders incontestés d'un composant matériel essentiel, ce qui les rend résilientes, avec des avantages structurels en matière de coûts et de pouvoir sur les prix, offrant ainsi un potentiel élevé de génération d'alpha. Nous mettons en lumière ici deux segments finaux encore peu exploités.

COMPOSANTS STRATIFIÉS EN CUIVRE LAMINÉ (COPPER CLAD LAMINATE OU CCL)

Le CCL est un matériau clé utilisé dans la fabrication des circuits imprimés (PCB) en permettant de monter les composants semi-conducteurs, comme les GPU, sur le circuit. À mesure que le nombre de GPU croît, le contenu en PCB/CCL de chaque plateau de calcul de serveur augmente lui aussi. Selon les prévisions, la valeur de ces composants par plateau pourrait être multipliée par trois

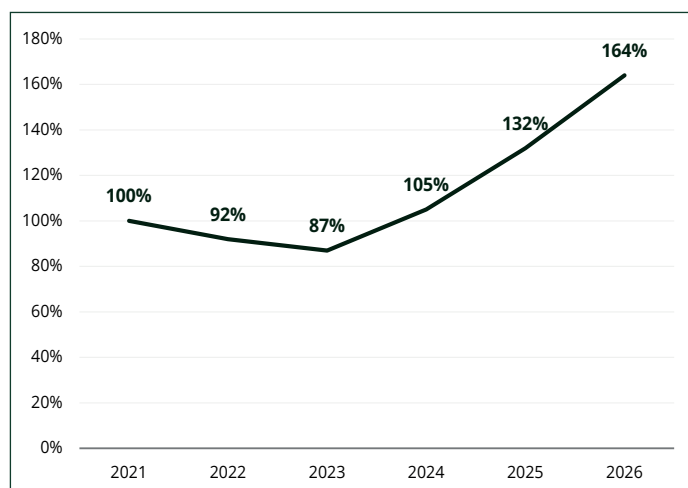
(2) Source : Bloomberg, données de la société, septembre 2025.

(3) Source : Bloomberg, données de la société, Goldman Sachs, BoAML Research, septembre 2025.

(4) Source : Bloomberg, données de la société, septembre 2025.

avec le passage de l'architecture actuelle Nvidia Blackwell à la future architecture Nvidia Rubin, générant une croissance importante pour les fabricants de CCL. Cette demande en plein essor a entraîné une forte tension sur l'offre de CCL (en raison notamment de pénuries de matériaux clés comme la fibre de verre), qui freine l'augmentation des capacités et accentue les contraintes d'approvisionnement, conférant un avantage supplémentaire aux acteurs disposant des matières premières et des capacités nécessaires. Les prix du CCL ont progressé plus rapidement sous l'effet de cette dynamique et semblent bien orientés pour soutenir une croissance robuste et des marges élevées. À plus long terme, les acteurs capables d'améliorer continuellement leur technologie CCL et de se maintenir sur le segment haut de gamme devraient continuer à bénéficier d'une prime.

DEMANDE/OFFRE DE COMPOSANTS STRATIFIÉS EN CUIVRE LAMINÉ (CCL) DERNIÈRE GÉNÉRATION EN % (REFLÉTANT LE TAUX D'UTILISATION, 2021 COMME ANNÉE DE RÉFÉRENCE)



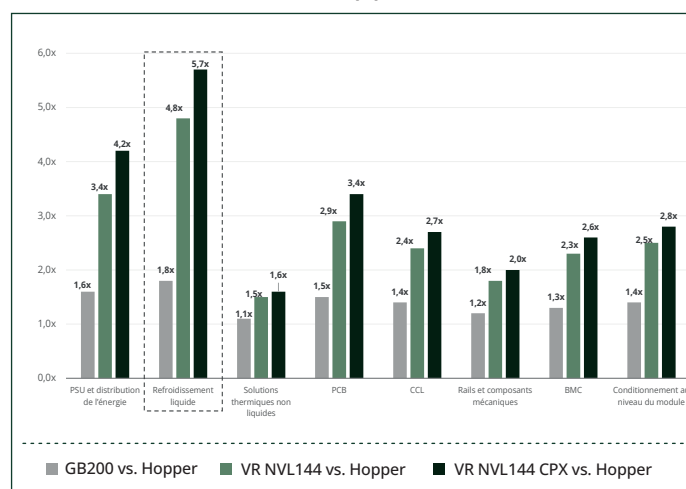
Source : Bloomberg, BofA Research, 2025

SOLUTIONS DE REFROIDISSEMENT LIQUIDE

Notre voyage a mis en évidence les défis croissants liés à la gestion thermique au sein des systèmes d'IA. À mesure que la puissance de calcul augmente, la consommation d'énergie progresse également. Par conséquent, le besoin de solutions capables de refroidir efficacement des systèmes toujours plus chauds devient un sujet central pour l'industrie. La valeur du contenu des composants de dissipation thermique dans des solutions de refroidissement par air pour serveurs d'IA a été multipliée par 18 par rapport aux serveurs classiques, et des solutions plus performantes de refroidissement liquide pourraient encore entraîner une multiplication par 3 à 6 de cette valeur de contenu, dopant à la fois les revenus et les marges. Une entreprise que nous avons rencontrée nous a confié qu'elle n'avait « jamais vu une activité croître à ce rythme ». De nouvelles technologies émergent dans ce domaine, notamment les échangeurs de chaleur à microcanaux (*microchannels lids*), qui améliorent les performances des refroidisseurs, et que nous considérons

comme une opportunité intéressante de création de valeur supplémentaire, même si le calendrier d'adoption reste incertain. Il est probable que les acteurs disposant déjà d'une expertise établie, travaillant directement avec les grands clients, conservent leurs avantages.

AUGMENTATION DE LA VALEUR DU « HARDWARE » D'UNE GÉNÉRATION DE GPU À L'AUTRE (X)



Source : Bloomberg, BofA Research, 2025.

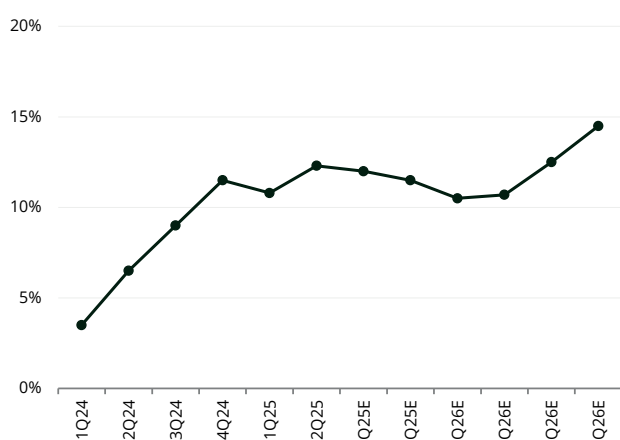
SK HYNIX : LE LEADER MONDIAL DE LA PRODUCTION DE MÉMOIRES

SK Hynix se trouve lui aussi à l'épicentre du boom de l'IA, grâce à son leadership technologique dans la mémoire à large bande passante (HBM), indispensable aux puces d'IA avancées, et à sa part de marché dominante auprès des grands clients, notamment Nvidia, qui constitue un élément central de notre thèse. Nous avons passé du temps avec la direction en Corée du Sud ainsi qu'avec ses pairs et des acteurs de la chaîne d'approvisionnement afin de nous assurer que cette thèse reste valide.

L'attention se porte désormais sur les négociations de prix avec Nvidia pour les contrats de prochaine génération HBM4, qui détermineront la rentabilité de la société à partir de 2026. La durée prolongée de ces discussions laisse penser que les conditions de négociation sont difficiles pour les deux parties ; peut-être aussi Nvidia reste-t-elle incertaine de la capacité de Samsung à devenir un second fournisseur fiable. Quelle que soit l'issue, nous restons convaincus que Hynix conservera une part de marché dominante dans la HBM pour les années à venir. Même si la nouvelle technologie 1c de Samsung pourrait offrir des avantages en matière d'efficacité énergétique, la fiabilité éprouvée de Hynix continuera d'assurer des rendements inégaux et des taux de défaillance plus faibles, deux déterminants clés de l'efficacité des coûts, domaine dans lequel l'expérience, l'échelle et la gestion des rendements priment. En outre, Hynix serait sur le point de gagner des parts de marché auprès d'hyperscalers comme Google et Amazon, sous réserve de l'issue des discussions avec Nvidia.

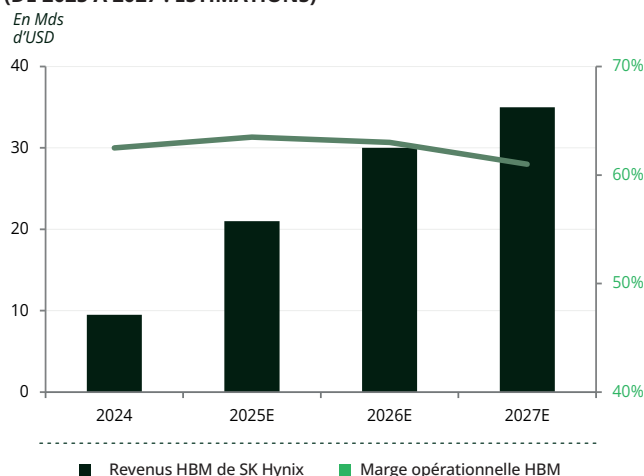
Même si les coûts des HBM4 sont en hausse de 30 à 50 % par rapport à la génération précédente, Hynix tient à souligner que sa base de coûts reste nettement en dessous des prix de vente. Même une hausse modérée des prix suffirait à préserver des marges solides, ce qui constitue un axe stratégique central. Nous saluons cette discipline, également visible dans la gestion des capacités : la société a indiqué qu'elle ne construisait qu'en fonction de la demande sécurisée, rejetant l'approche « *build it and they will come* » qui a autrefois déstabilisé les cycles de la DRAM. La direction privilégie désormais la stabilité et la rentabilité, tirant les enseignements du passé.

REVENUS HBM DE SK HYNIX RAPPORTÉS AUX REVENUS DE NVIDIA DANS LES CENTRES DE DONNÉES (ESTIMATIONS DU T1 2024 AU T4 2026)



Source: NVIDIA, prévisions BofA Global Research

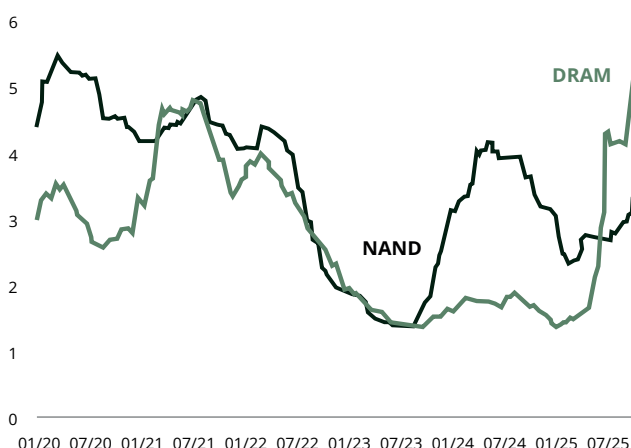
REVENUS HBM DE SK HYNIX ET ÉVOLUTION DE LA MARGE OPÉRATIONNELLE (DE 2025 À 2027 : ESTIMATIONS)



Source: NVIDIA, prévisions BofA Global Research

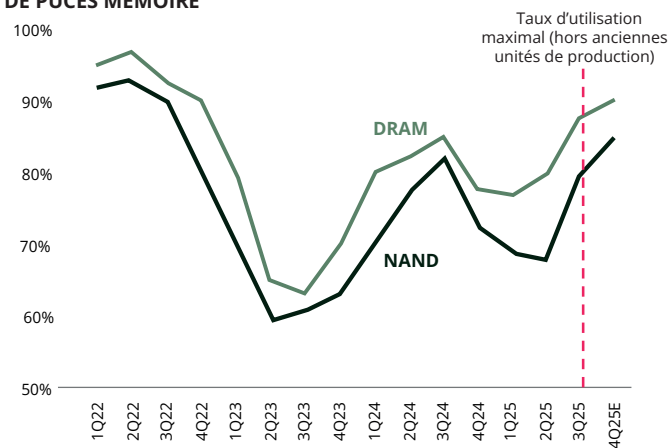
À mesure que la HBM4 deviendra dominante à partir du second semestre 2026, les prix de la HBM3E baisseront naturellement. Nous n'adhérons toutefois pas aux craintes d'un effondrement profond des marges HBM exprimées par certains. Nous sommes au contraire optimistes sur le fait que la demande tirée par l'IA absorbe l'offre, tandis que la DRAM traditionnelle est entrée dans ce que la direction décrit comme un « redressement discret », offrant ainsi une source de croissance supplémentaire. Alors que l'offre sectorielle est contrainte par la réallocation des capacités vers la HBM, la demande reste soutenue. Même le marché de la NAND est désormais repassé en territoire positif à mesure que les stocks se normalisent, ce qui laisse entrevoir un retournement structurel à la hausse des prix et de la rentabilité de la NAND, l'allocation du capital visant désormais des rendements durables. Nous anticipons une croissance bénéficiaire durable et un cycle mémoire prolongé favorable.

ÉVOLUTION DES PRIX DE LA MÉMOIRE (NAND ET DRAM)



Source : Bloomberg Finance L.P., J.P Morgan Equity Macro Research, 2025.

TAUX D'UTILISATION DES USINES DE FABRICATION DE PUCES MÉMOIRE



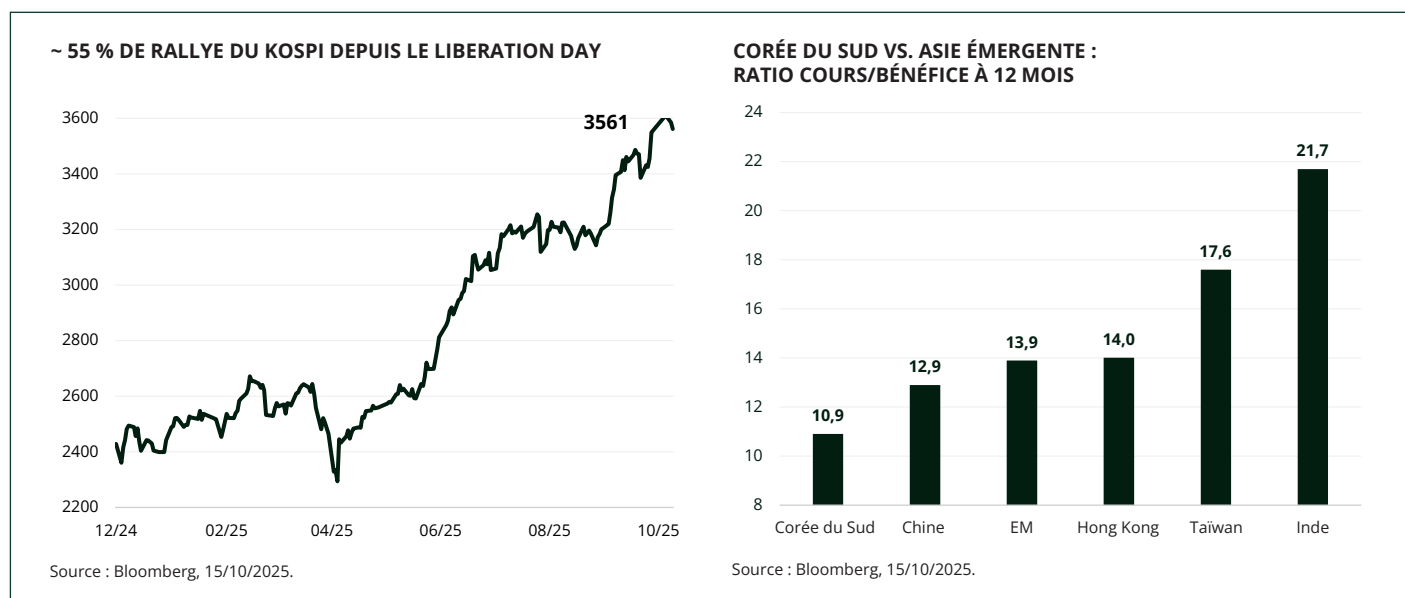
Source : BofA Global Research estimates, 2025.

La double exposition de SK Hynix – à la fois au leadership de HBM et à la reprise de DRAM/NAND – lui confère une position unique. Les valorisations se sont récemment redressées dans le sillage de la visite de Sam Altman, PDG d'Open IA, en Corée du Sud, au cours de laquelle il a annoncé un partenariat stratégique avec SK Hynix et Samsung Electronics, en vue de fournir la HBM au projet Stargate. Les volumes évoqués dans le cadre de cet accord représentent plus de 100 % de la capacité actuelle de toute l'industrie de la mémoire ! Nous y voyons surtout un catalyseur supplémentaire dans un marché de l'IA déjà très tendu, et gardons une certaine prudence quant à l'ampleur réelle de ce projet. Mais il souligne l'importance croissante de l'offre de mémoire dans l'infrastructure de l'IA, ainsi qu'un potentiel de croissance additionnelle considérable, qui resserrerait encore l'offre du secteur.

Si le résultat des négociations HBM4 avec Nvidia peut orienter le sentiment de marché à court terme, nous conservons notre conviction que la combinaison d'un leadership technologique, d'une demande d'IA résiliente et d'un bilan solide, le tout pour seulement 6,9 fois les bénéfices 2026⁵, offre un potentiel supplémentaire de revalorisation.

LA TRANSFORMATION DE LA CORÉE DU SUD

Les réformes de gouvernance des entreprises en Corée du Sud, « value-up », ajoutent un moteur structurel au marché d'actions local, qui a longtemps été valorisé avec une décote caractéristique au pays. Et malgré un rebond de plus de 60 % cette année, les actions coréennes se traitent encore largement en dessous de leurs homologues asiatiques. Des valorisations durablement faibles ont longtemps freiné la création de richesse domestique, encouragé les sorties de capitaux et augmenté le coût des fonds propres pour les nouvelles entreprises. Les réformes en cours visent à inverser ce cycle en favorisant une gestion du capital plus disciplinée, une gouvernance plus équitable et un engagement renforcé avec les actionnaires. Si elles sont mises en œuvre avec succès, ces réformes pourraient marquer un tournant majeur dans l'évolution économique et financière de la Corée du Sud.

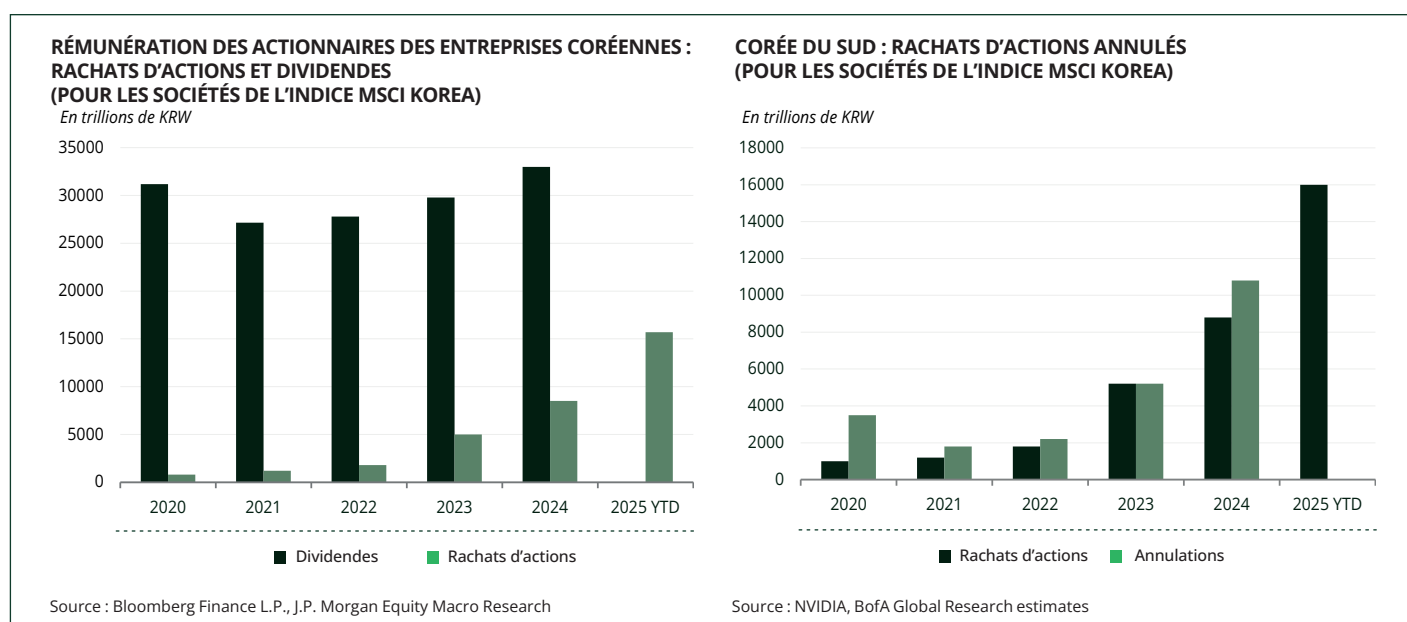


L'élection présidentielle en juin de cette année a donné un nouvel élan à des réformes de gouvernance longtemps retardées. Ces derniers mois, plusieurs révisions du Commercial Act ont été adoptées, renforçant de manière significative les devoirs fiduciaires des conseils d'administration envers l'ensemble des actionnaires. Parmi les principales avancées : rendre les administrateurs davantage responsables devant tous les actionnaires, et pas seulement les actionnaires de contrôle ; imposer un minimum d'un tiers d'administrateurs indépendants pour les grandes capitalisations ; introduire le vote cumulatif obligatoire et renforcer l'indépendance des comités d'audit. D'autres mesures suivront, dont des modifications attendues de la fiscalité des dividendes, même si la réduction de l'impôt sur les successions – considérée comme le « graal » pour libérer de la valeur dans les structures de participations croisées des chaebol – reste peu probable à ce stade.

Ces réformes s'inscrivent dans une vision plus large, qui va au-delà d'un simple rallye de marché. Le nouveau gouvernement unifié du président Lee entend utiliser la réforme des marchés de capitaux comme un outil pour réduire les inégalités en Corée : encourager la participation aux marchés financiers afin de rééquilibrer la création de richesse vers des actifs financiers

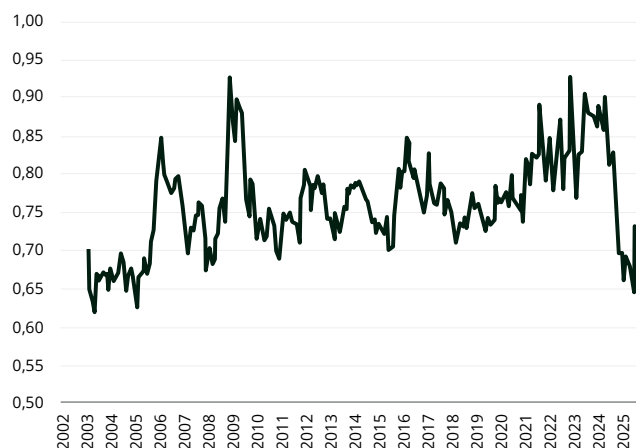
plus productifs et réduire la dépendance du pays à l'immobilier – qui représente encore 64 % des actifs des ménages. On observe désormais une convergence entre réformes de gouvernance, stabilité politique et évolution des attitudes sociales vis-à-vis de la richesse, qui va dans le sens de la correction de déséquilibres sociaux marqués. Avec une démographie parmi les plus défavorables au monde et une richesse concentrée entre les mains de quelques-uns, il est nécessaire d'élargir la distribution et les sources de richesse pour faire face aux départs en retraite d'une population qui vieillit rapidement.

Fait encourageant, on observe des signes tangibles que les entreprises coréennes réagissent. Nous l'avons ressenti qualitativement dans nos échanges avec les sociétés sur le terrain, et cela se voit quantitativement dans la progression rapide des rachats d'actions (en hausse de 80 % en glissement annuel) et des annulations au cours des deux dernières années, les annulations d'actions autodétenues étant passées de 4,5 trillions de wons sud-coréens (KRW) en 2023 à près de 18 trillions depuis le début de l'année 2025.



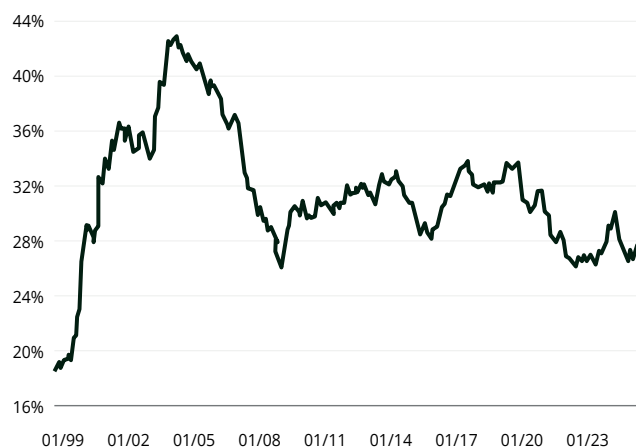
La plupart des équipes dirigeantes avec lesquelles nous avons échangé ont compris la nécessité d'évoluer vers une allocation du capital plus favorable aux actionnaires, et nous avons été rassurés, au cours de ce voyage, par la détermination des autorités et des régulateurs à maintenir la pression pour améliorer les standards de gouvernance. De nombreux investisseurs restent toutefois sceptiques, ce qui signifie que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année, les valorisations ne font que retrouver leurs moyennes de long terme et ne reflètent pas encore un véritable re-rating structurel de ce marché. Si les normes de gouvernance convergent davantage vers les standards internationaux, le potentiel de hausse pourrait rester significatif. La vision à long terme est claire : un cercle vertueux autoentretenu, dans lequel des rendements plus élevés pour les actionnaires attirent davantage de participation domestique, améliorent l'efficacité du capital et réduisent le coût des fonds propres pour l'innovation. Un tel cycle pourrait transformer le marché coréen, passant d'un statut de marché chroniquement décoté à celui d'un marché dynamique et autosuffisant. Des obstacles importants subsistent néanmoins, sous la forme de structures d'actionnariat enracinées et de transactions opaques entre parties liées, de sorte que le chemin vers l'objectif, autrefois inimaginable, d'un Kospi à 5 000 points fixé par le président Lee n'est sans doute pas impossible, mais sera probablement semé d'embûches. Cependant, à un moment où d'autres marchés se négocient à des niveaux de valorisation record, la Corée du Sud affiche toujours une décote substantielle, tandis que les niveaux de détention étrangère ont peu évolué. Ajoutez à cela les moteurs que sont l'IA, le rayonnement de la culture coréenne et d'autres secteurs industriels, et nous pensons que le potentiel a de beaux jours devant lui.

**CORÉE DU SUD VS. ASIE EX-JAPON :
RATIO COURS/BÉNÉFICE À 12 MOIS**



Source : CLSA, Korea Financial Supervisory Service, 2025

**PART DES INVESTISSEURS ÉTRANGERS EN CORÉE DU SUD
(EN % DE LA CAPITALISATION DU MARCHÉ)**



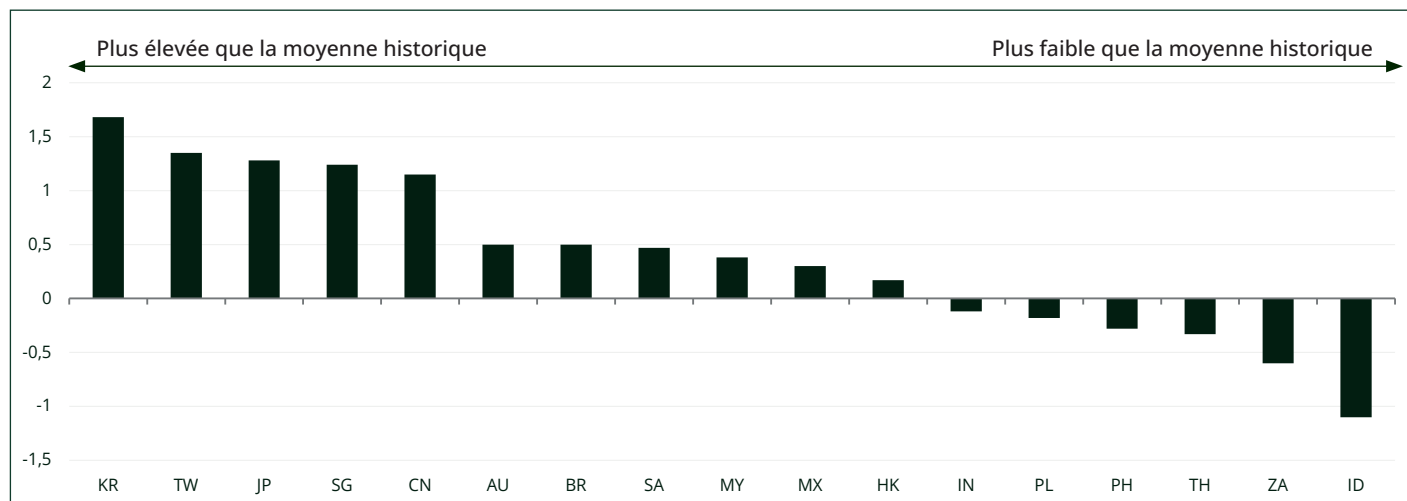
Source : CLSA, Korea Financial Supervisory Service, 2025

CONCLUSION

Au-delà des opportunités liées à l'IA et des histoires de réformes de gouvernance, un autre facteur favorable pour Taïwan et la Corée du Sud tient à l'amélioration de leurs dynamiques macroéconomiques. Le PIB de Taïwan a progressé de 8 % au deuxième trimestre 2025 – son rythme le plus élevé depuis quatre ans –, incitant le gouvernement à relever sa prévision de croissance annuelle à 4,45 %. On ne peut pas encore en dire autant du PIB coréen, mais le pays bénéficie de niveaux d'endettement modestes et d'un gouvernement plus expansionniste sur le plan budgétaire, ce qui lui laisse des marges de manœuvre pour soutenir l'activité. L'accessibilité au logement en Corée s'est désormais normalisée et, comme la majorité des actifs des ménages sont investis dans l'immobilier, la fin de l'effet de richesse négatif lié à la baisse des prix de l'immobilier a constitué un soutien essentiel au moral et à la consommation. Les deux économies ont, sans surprise, vu leurs exportations – notamment celles liées aux semi-conducteurs – s'envoler, tandis que leurs monnaies se sont elles aussi bien comportées cette année. Les taux d'intérêt sont de 2,5 % à Taïwan, et la Banque de Corée a récemment abaissé ses taux de 50 points de base à 2,5 %.

Tout cela crée un environnement robuste pour la croissance des bénéfices des entreprises, qui, tant en Corée qu'à Taïwan, se situe aujourd'hui à un niveau supérieur aux moyennes de long terme et aux principaux autres marchés asiatiques et émergents.

CROISSANCE DES BPA PRÉVISIONNELS À 24 MOIS COMPARÉE À LA MOYENNE SUR 10 ANS



Source : CLSA Research, octobre 2025.

Malgré cela, ces Tigres asiatiques restent largement absents des radars de nombreux investisseurs internationaux et demeurent structurellement sous-détenus, alors même qu'ils abritent certaines des entreprises à la croissance la plus rapide et aux niveaux de rentabilité les plus élevés au monde. Cela traduit une faible reconnaissance du rôle critique que jouent les marchés émergents dans la concrétisation de l'IA, mais constitue, heureusement, un avantage pour ceux qui acceptent de regarder au-delà des grandes capitalisations, dans leur quête de génération d'alpha. Diversifier notre exposition via des titres moins connus ne nous a pas seulement permis de délivrer des performances supérieures à l'indicateur de référence, mais aussi de répartir davantage notre risque sur l'ensemble de la chaîne de valeur technologique, en veillant à intégrer toute l'ampleur du champ des opportunités d'investissement. À Taïwan et en Corée, le paysage d'investissement est bien plus large et varié que beaucoup ne l'imaginent. Comme le dit Docteur Han dans le film d'animation *KPop Demon Hunters* :

“ Se concentrer, c'est bien,
mais se focaliser sur un seul aspect
conduit à en ignorer d'autres,
ce qui finit par isoler et séparer.

Nous ne pouvons qu'acquiescer, et invitons les investisseurs à changer de regard sur les Nouveaux Tigres asiatiques – ils ne mordent pas.

Classification
SFDR**

ARTICLE



RISQUE PLUS FAIBLE

RISQUE PLUS ÉLEVÉ

Durée minimum
de placement
recommandée :

PRINCIPAUX RISQUES DE CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

ACTION : Les variations du prix des actions dont l'amplitude dépend de facteurs économiques externes, du volume de titres échangés et du niveau de capitalisation de la société peuvent impacter la performance du Fonds. **PAYS EMERGENTS :** Les conditions de fonctionnement et de surveillance des marchés "émergents" peuvent s'écarter des standards prévalant pour les grandes places internationales et avoir des implications sur les cotations des instruments cotés dans lesquels le Fonds peut investir. **RISQUE DE CHANGE :** Le risque de change est lié à l'exposition, via les investissements directs ou l'utilisation d'instruments financiers à terme, à une devise autre que celle de valorisation du Fonds. **GESTION DISCRÉTIONNAIRE :** L'anticipation de l'évolution des marchés financiers faite par la société de gestion a un impact direct sur la performance du Fonds qui dépend des titres sélectionnés.

Le Fonds présente un risque de perte en capital.

PERFORMANCES DE CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

	Performance calendaires (%)	
	Fonds	Indicateur de référence ⁽¹⁾
2014	+6,45%	+11,38%
2015	+3,92%	-5,23%
2016	+1,73%	+14,51%
2017	+19,76%	+20,59%
2018	-18,22%	-10,27%
2019	+25,53%	+20,61%
2020	+44,91%	+8,54%
2021	-10,29%	+4,86%
2022	-14,35%	-14,85%
2023	+9,79%	+6,11%
2024	+5,49%	+14,68%

	Performance annualisée (%)	
	Fonds	Indicateur de référence ⁽¹⁾
3 ans	+11,56%	+11,25%
5 ans	+5,30%	+6,96%
10 ans	+7,11%	+7,43%
Depuis création ⁽²⁾	+6,38%	+6,19%

Source : Carmignac, 31/10/2025. Échelle de risque du KID (Document d'Informations Clés). Le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps.

**Règlement SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) 2019/2088. Pour plus d'informations, visitez : <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj?locale=fr>.

(1) Indicateur de référence : MSCI EM (USD) (Reinvested net dividends). (2) Date de création de la part F EUR Acc : 15/11/2013. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur).

COMPOSITION DES COÛTS DE CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

Coûts ponctuels à l'entrée ou à la sortie	
Coûts d'entrée	Nous ne facturons pas de frais d'entrée.
Coûts de sortie	Nous ne facturons pas de frais de sortie pour ce produit.
Coûts récurrents prélevés chaque année	
Frais de gestion et autres frais administratifs et d'exploitation	1,15% de la valeur de votre investissement par an. Cette estimation se base sur les coûts réels au cours de l'année dernière.
Coûts de transaction	0,53% de la valeur de votre investissement par an. Il s'agit d'une estimation des coûts encourus lorsque nous achetons et vendons les investissements sous-jacents au produit. Le montant réel varie en fonction de la quantité que nous achetons et vendons.
Coûts accessoires prélevés sous certaines conditions	
Commissions liées aux résultats	20,00% lorsque la classe d'action surperforme l'indicateur de référence pendant la période de performance. Elle sera également due si la classe d'actions a surperformé l'indicateur de référence mais a enregistré une performance négative. La sous-performance est récupérée pendant 5 ans. Le montant réel variera en fonction de la performance de votre investissement. L'estimation des coûts agrégés ci-dessus inclut la moyenne sur les 5 dernières années, ou depuis la création du produit si elle est inférieure à 5 ans.

AVERTISSEMENT

COMMUNICATION PUBLICITAIRE.

Veillez-vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est destiné à des clients professionnels.

Ce document promotionnel ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français aux liens suivants (paragraphe 5 « Résumé des droits des investisseurs ») : • France : <https://www.carmignac.com/fr-fr/informations-reglementaires> ; • Suisse : <https://www.carmignac.com/fr-ch/informations-reglementaires> ; Belgique : <https://www.carmignac.com/fr-be/informations-reglementaires>. Carmignac Portfolio Emergents désigne les compartiments de la SICAV Carmignac Portfolio, société d'investissement de droit luxembourgeois conforme à la directive OPCVM. La décision d'investir dans les fonds promus devrait tenir compte de toutes leurs caractéristiques et de tous leurs objectifs, tels que décrits dans leur prospectus. L'accès aux Fonds peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Les Fonds ne font l'objet d'aucune immatriculation en vertu du US Securities Act de 1933. Ils ne peuvent notamment être offerts ou vendus, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « U.S. person » selon la définition de la réglementation américaine « Regulation S » et/ou FATCA. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. Les risques, les frais courants et les autres frais sont décrits dans les KID (Document d'Informations Clés). Les prospectus, KID, et rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site www.carmignac.com et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. • En France : Les prospectus, KID, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site <https://www.carmignac.com/fr-fr> et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. • En Suisse : Les prospectus, KID, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site <https://www.carmignac.com/fr-ch> et auprès de notre représentant en Suisse (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, P.O. Box 2259, CH-1260 Nyon. Le Service de Paiement est CACEIS Bank, Montrouge, succursale de Nyon / Suisse Route de Signy 35, 1260 Nyon. Le KID doit être remis au souscripteur préalablement à la souscription. • En Belgique : Informations légales importantes : ce document n'a pas été soumis à la validation de la FSMA. Il est destiné aux professionnels uniquement. Ce document constitue une communication marketing publiée par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). « Carmignac » est une marque déposée. « Investing in your interest » est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Le traitement fiscal dépend des circonstances individuelles de chaque investisseur et peut faire l'objet de changements dans le futur. Veuillez vous référer à votre conseiller financier et fiscal pour vous assurer de l'adéquation des produits présentés par rapport à votre situation personnelle, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Toute décision d'investissement doit se faire après avoir pris connaissance des documents réglementaires en vigueur (et en particulier le prospectus et le KID du produit concerné). Afin de connaître les frais réels prélevés par chaque distributeur, veuillez-vous référer à sa propre grille tarifaire. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. Tout renseignement contractuel relatif aux Fonds renseignés dans cette publication figure dans les prospectus de ces derniers. Les prospectus, les KID, les valeurs liquidatives, les derniers rapports (semi) annuels de gestion sont disponibles en français et en néerlandais gratuitement auprès de la société de gestion, tél +352 46 70 60 10 ou par consultation du site internet <https://www.carmignac.com/fr-be> ou auprès de Caceis Belgium S.A. qui assure le service financier en Belgique à l'adresse suivante: avenue du port, 86c b320, B-1000 Bruxelles. Les KID doivent être fournis au souscripteur avant chaque souscription, il lui est recommandé de le lire avant chaque souscription. En cas de souscription dans un Fonds soumis à la Directive de la Fiscalité de l'Epargne, conformément à l'article 19bis du CIR92, au moment du rachat de ses actions, l'investisseur sera amené à supporter un précompte mobilier de 30% sur les revenus qui proviendront, sous forme d'intérêts, plus-values ou moins-values, du rendement d'actifs investis dans des créances. Les distributions sont, quant à elles, soumises au précompte de 30% sans distinction des revenus. Toute réclamation peut être transmise à l'attention du service de Conformité CARMIGNAC GESTION, 24 place Vendôme - 75001 Paris - France, ou à l'adresse complaints@carmignac.com ou auprès du service de plainte officiel en Belgique, sur le site www.ombudsfin.be. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur). Le rendement peut évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations des devises, pour les actions qui ne sont pas couvertes contre le risque de change. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment. La référence à un classement ou à un prix ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPC ou de la société de gestion. Morningstar Rating™ : © 2023 Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations du présent document : -appartiennent à Morningstar et / ou ses fournisseurs de contenu ; ne peuvent être reproduites ou diffusées ; ne sont assorties d'aucune garantie de fiabilité, d'exhaustivité ou de pertinence. Ni Morningstar ni ses fournisseurs de contenu ne sont responsables des préjudices ou des pertes découlant de l'utilisation desdites informations.