



Lettre du Gestionnaire 2^{ème} Trimestre 2022

Andrew Dalrymple

Les six derniers mois ont marqué la pire période qu'aient connu les marchés actions depuis 1970, sous l'effet combiné du redémarrage difficile post-Covid, du resserrement des politiques des banques centrales, de la hausse des prix des matières premières et de la guerre en Ukraine, créant ainsi la « tempête parfaite ». Le trimestre s'est montré exceptionnellement décevant. Comme toujours avec des conditions aussi destructrices, les valeurs de croissance ont été les plus touchées et l'indice MSCI World Growth a cédé près de 17% sur la période, tandis que l'indice Nasdaq Composite a perdu 22,4%.

Le repli des valeurs de croissance face à l'accélération de l'inflation, à la hausse des rendements obligataires et à la perturbation des chaînes d'approvisionnement s'est poursuivi tout au long de la période. Les marchés s'attendent désormais largement à une contraction économique imminente, et au premier trimestre de 2022, l'économie américaine a reculé de 1,4%. La Chine a poursuivi sa stratégie agressive de « presque zéro-Covid » qui a vu l'imposition de confinements stricts à Shanghai, Shenzhen et dans certains quartiers de Pékin en avril, réduisant l'activité industrielle, plombant la consommation et causant de graves perturbations dans les ports. Le contexte problématique de la guerre en Ukraine et le prix élevé du pétrole et du gaz sont venus compléter cette « tempête parfaite ». Plus généralement, les prix suite aux mesures de confinement liées au Covid semblent élevés au-delà du raisonnable, qu'il s'agisse de billets d'avion, de matériaux de construction ou de main-d'œuvre. Les coûts de l'énergie ont fortement augmenté et dans de nombreux secteurs, la livraison de marchandises et les approvisionnements sont fortement retardés. Les services publics fonctionnent à peine (ce qui ne facilite pas le progrès) et il est aisé d'en conclure que ces circonstances combinées ne pourront se traduire que par une réduction de l'activité économique. La perspective d'un dénouement facile ou rapide de la guerre en Ukraine ne semble pas d'actualité et il est peu probable que le gouvernement chinois (bien qu'il ait récemment assoupli certaines restrictions) mette fin à son approche intransigeante vis-à-vis du Covid.

Cela étant, les résultats du premier trimestre des entreprises américaines communiqués au deuxième trimestre ont été très favorables. À très peu d'exceptions près, les sociétés détenues en portefeuille continuent de produire d'excellents résultats. **Pool Corporation** a annoncé une croissance de son chiffre d'affaires de 26% au premier trimestre, avec une amélioration des marges, **Intuitive Surgical** a vendu 311 robots chirurgicaux Da Vinci et le nombre d'interventions chirurgicales a augmenté de 19%, **Robert Half** (cabinet de recrutement) a publié des résultats supérieurs aux attentes et rehaussé ses prévisions, tandis que **Dexcom** (gestion du diabète) a enregistré une croissance très solide de 23% de son chiffre d'affaires. **Mastercard**, **Alphabet** et **Old Dominion Freight** ont également rendu compte de bons résultats. Aucune de ces bonnes nouvelles n'a été récompensée par le marché. **Dexcom** a reculé de 20%, **Robert Half** de 14%, et le poids lourd qu'est **Alphabet** a lui-même dévissé de 18%. Le marché s'est concentré avec raison sur l'orientation future de la politique monétaire (« forward guidance »), qui sans être particulièrement enthousiasmante n'a pas été si mauvaise non plus. En outre, la moindre déception a retenu l'attention et a été sévèrement sanctionnée. Dans le cas de **Dexcom**, il semblerait que la cause en soit la réduction des marges, en grande partie imputable à des taux de change défavorables et aux coûts plus élevés que prévus pour terminer la chaîne de fabrication de son nouveau capteur G7, ce qui constitue probablement un événement non récurrent. **Sprout Social** dont le logiciel permet d'évaluer la publicité en ligne et sur les médias sociaux a annoncé une croissance de 41% de son chiffre d'affaires, ainsi qu'un accroissement très encourageant de sa clientèle. Bien qu'encore peu rentable, la société affiche un bilan très solide avec 180 millions de dollars de trésorerie. En revanche, **Johnson Controls**, qui fournit des systèmes de climatisation et de ventilation au secteur de l'immobilier commercial,

a fait état de difficultés au niveau de sa chaîne d'approvisionnement. Cela étant, l'entreprise devrait néanmoins enregistrer une hausse d'environ 15% de ses bénéfices cette année, et le ratio cours/bénéfice du titre (18x) semble peu exigeant. **Doximity**, un réseau social professionnel pour les médecins aux États-Unis, a publié des résultats exceptionnels au titre de son quatrième trimestre. Le chiffre d'affaires a progressé de 40% et la société a généré 45 millions de livres sterling supplémentaires de trésorerie pour porter le total de son bilan à près de 800 millions de dollars. Le marché est toutefois resté insensible à cette excellente performance et le titre a plongé. Enfin, et sur une note plus positive, pour clôturer cette synthèse des résultats trimestriels, **SiTime**, le fabricant de composants de chronométrage en silicium, a une nouvelle fois rendu compte d'un trimestre exceptionnel et pour le coup, le marché a salué cette performance avec un bond de 26% du titre sur le mois.

Pour la première fois depuis deux ans, nous avons fait un voyage aux États-Unis pour assister à une conférence d'investisseurs à Chicago. Nous avons rarement observé un tel décalage entre les présentations des entreprises et le sentiment des investisseurs. Les dirigeants d'entreprises ont été invités à parler de la détérioration de la conjoncture, mais dans la quasi-totalité des cas, aucun d'eux n'a apporté de preuve d'une telle dégradation. Certains ont évoqué des difficultés liées aux chaînes d'approvisionnement et d'autres ont pointé la hausse des coûts de la main-d'œuvre et du carburant, mais aucun n'a considéré ces problèmes comme étant particulièrement aigus. On dit souvent que les entreprises sont les dernières à voir le train leur foncer dessus, mais il convient de souligner également que le marché des actions a identifié environ neuf récessions récemment alors que seules deux ont vraiment eu lieu.

Bon nombre de sociétés dans lesquelles la stratégie est investie ont effectué une présentation dans le cadre de cette conférence. **Staar Surgical** s'est étendue sur le lancement prévu de sa nouvelle lentille de contact implantable EVO Visian aux États-Unis. La société a confirmé sa prévision de croissance de 28% de son chiffre d'affaires cette année, tout en restant confiante sur le fait que les restrictions en Chine, qui représente environ la moitié de son chiffre d'affaires, n'auront que peu voire pas d'impact durable. **Doximity**, qui comme évoqué plus haut, a développé une plateforme très largement utilisée par les médecins américains, a dressé un bilan positif de son activité, la plateforme étant de plus en plus utilisée par les fabricants de médicaments et de dispositifs médicaux pour promouvoir leurs produits et services. La société commence à cibler les 400 « mégamarques » médicales américaines, chacune dotée d'un chiffre d'affaires annuel supérieur à 100 millions de dollars. Enfin, **Kornit Digital**, qui a développé sa propre solution industrielle pour les encres et les systèmes d'impression directe sur les tissus et les vêtements, et qui figure parmi les positions les moins performantes de la stratégie cette année, semble rester en bonne voie pour atteindre un niveau significatif d'adoption par l'industrie de l'habillement et de la mode. **Sprout Social**, **Axon Enterprises** et **Pool Corporation** ont également présenté des comptes rendus très rassurants, plusieurs autres opportunités potentielles ayant par ailleurs été identifiées.

La stratégie ne présentait aucune exposition à la Chine au début du trimestre, ce qui s'est révélé être un positionnement judicieux durant la majeure partie de la période. Mais un rebond surprise est intervenu en juin, avec une hausse de près de 10% de l'indice CSI 300. La plupart des mesures de confinement très strictes imposées par le gouvernement en avril et en mai ont été levées ou allégées, et nous sommes encouragés par cette réaction du marché. Après avoir connu une année 2021 désastreuse, ainsi que cinq mois très préjudiciables en 2022, le marché chinois devrait être le premier à attirer des acheteurs, sachant que les valorisations n'ont jamais été aussi faibles. Le sentiment vis-à-vis de la Chine est également extrêmement solide, ce qui est généralement un très bon indicateur. Il nous semble fort possible que d'ici un an ou deux, ce moment nous apparaisse comme ayant offert de belles opportunités d'achat et par conséquent, la stratégie a réinitié ou pris de nouvelles positions dans **Meituan Dianping** (livraison de repas), **JD Health** (pharmacie en ligne), **East Money Information** (services financiers) et **Yihai** (arômes alimentaires). Ces opérations ont été financées par la réduction de l'exposition à l'Inde et aux États-Unis.

Les positions européennes ont toutes lourdement chuté durant le trimestre, avec notamment un plongeon de 35% de **Befesa**, le spécialiste du recyclage des métaux basé au Luxembourg, et une baisse de 18,5% de la société italienne de services informatiques **Sesa**. Entre ces deux extrêmes, **Watches of Switzerland**, **PVA Tepla** (équipements pour semi-conducteurs) et **Sika**, l'un des plus grands producteurs mondiaux de matériaux destinés aux toitures, ont perdu chacun environ 30%. À l'instar de leurs homologues aux États-Unis, les entreprises européennes n'ont pas vraiment annoncé de mauvaises nouvelles, toutes ayant rendu compte de résultats trimestriels satisfaisants. En conséquence, les positions présentent désormais des valorisations très attractives, même s'il convient à cet égard de mettre en garde sur le fait que tout comme pour les positions américaines, les analystes sont notoirement lents à voir les effets désastreux d'une récession se profiler à l'horizon. Indéniablement, le marché des actions nous semble ne se faire aucune illusion et s'attend déjà au pire.

De fait, ces deux dernières semaines ont été marquées par un très net recul des prix des matières premières (à l'exception du pétrole), et ces derniers jours, les rendements obligataires ont fortement chuté. Cela semble dénoter une conviction croissante que les craintes inflationnistes, qui ont largement caractérisé le premier semestre 2022, s'atténuent voire même se sont déjà estompées, mais qu'un ralentissement économique ou une récession sont désormais attendus. Cette situation offre cependant un effet secondaire positif, en ce que les banques centrales seraient contraintes de prendre en compte les conséquences du relèvement des taux d'intérêt sur la croissance économique. Ainsi, nous ne serions guère surpris de voir la Réserve fédérale adopter un ton moins ferme au cours du prochain trimestre. Selon nous, une telle évolution atténuerait la pression sur les valeurs de croissance au niveau mondial et serait très bien accueillie par les places boursières, qui devraient commencer à intégrer le scénario d'une reprise¹.

Les informations contenues dans le document ont une vocation d'information générale qui ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des besoins spécifiques d'un investisseur. Ce document ne doit pas être remis à un investisseur américain (tel que défini dans la réglementation américaine). Ce document est basé sur des sources que TreeTop Asset Management SA (la « Société ») estime fiables et qui reflètent les opinions du gérant. Andrew Dalrymple, le gérant, est employé par Aubrey Capital Management Limited, entité à laquelle la Société a délégué certains mandats de gestion. Ce document, présenté uniquement à des fins d'information, ne constitue pas un conseil en investissement ou une offre de produits. Les informations qu'il contient peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. La Société n'assume aucune responsabilité, directe ou indirecte, quant à l'utilisation des informations contenues dans le document. Le présent document ne peut être copié, reproduit, modifié, traduit ou transféré, sans l'accord préalable de la Société, à aucune personne ou entité dans une juridiction où la Société ou ses produits seraient soumis à des exigences d'enregistrement ou dans laquelle une telle distribution serait interdite ou considérée comme illégale. Les données montrant les performances et tendances passées ne constituent pas nécessairement une indication des performances ou des évolutions futures.

Données et informations au 30 Juin 2022

Publié par TreeTop Asset Management SA, Société de Gestion d'OPCVM conformément aux dispositions du Chapitre 15 de la Loi du 17 décembre 2010 – Siège social au 12 rue Eugène Ruppert L-2453 Luxembourg.

¹ Pas de garantie de résultats ou de performance. Les performances passées ne préjugent en aucune manière des performances futures.