



Lettre du Gestionnaire 2^e Trimestre 2023

Andrew Dalrymple

La période du second trimestre 2023 a été très difficile, les marchés actions ayant affiché des performances très volatiles et différenciées. Dans l'ensemble, le marché américain s'est montré solide mais s'est concentré de manière étonnante sur les grandes valeurs technologiques, l'Europe s'est montrée stable et un peu en meilleure forme, tandis que la Chine a été problématique et décevante, la stratégie ayant perdu du terrain sur le trimestre.

La majeure partie des pertes s'est produite entre la fin du mois d'avril et la mi-mai et a été causée par une période de reporting du premier trimestre très difficile et fébrile aux États-Unis. Le sentiment du marché était déjà morose, avec des niveaux de liquidités élevés et de nombreuses inquiétudes quant à de nouvelles faillites bancaires aux États-Unis, suite à la disparition de la Silicon Valley Bank et de Signature Bank. Sur fond d'un sentiment aussi fragile, tout ce qui pouvait être vaguement interprété comme négatif a été très sévèrement sanctionné par les investisseurs, ou plus probablement, par les vendeurs à découvert. Dans le même temps, la Réserve fédérale et la BCE ont de nouveau relevé leurs taux d'intérêt, ce qui a pesé sur les esprits.

Ainsi, lorsque le mois d'avril a cédé la place au mois de mai et que la période de publication des résultats a réellement commencé, de nombreuses positions de la stratégie ont fortement souffert. Par exemple, **Axon Enterprises**, qui bénéficie d'un monopole mondial pour les armes Taser et les caméras-piétons utilisées par la police, a fait état d'une croissance des ventes de Taser de 17,4%, tandis que les ventes de caméras et de logiciels auxiliaires ont augmenté de 51%. Malgré la révision à la hausse des prévisions de bénéfices annuels, le titre a fortement chuté. Une explication pourrait être qu'en se concentrant sur le lancement d'une nouvelle génération de Taser, un ralentissement des ventes de modèles existants pourrait se produire pendant la transition. **Ulta Beauty** a chuté de 25,7% en mai. Le titre s'est extrêmement bien comporté au cours des deux dernières années, mais malgré l'annonce d'un chiffre d'affaires en hausse de 12% sur le trimestre, dont 9% de croissance des ventes en magasin, la société a admis que le vol organisé était devenu un problème. Le titre se négociait à un PER de 19x avant cette annonce, et même si les estimations de bénéfices n'ont été que légèrement revues à la baisse, le multiple a baissé à 16,5x. La société **Tractor Supply** a reculé de 12,1% après avoir manqué les attentes de seulement 3% au premier trimestre. Les problèmes climatiques ont pu avoir un impact sur ses chiffres, qui, selon nous, ont été sévèrement punis. Dans le secteur de l'aéronautique, **Aerovironment** a vu l'un de ses systèmes de drone être exclu d'un essai réalisé par l'armée américaine et a perdu 14,6%, tandis que **Heico** a connu une période très volatile, en forte hausse suite à l'annonce du rachat d'un concurrent, avant un renversement de situation tout aussi brutal, malgré une rentabilité record et un flux de trésorerie disponible en hausse.

Parmi les bons élèves américains, **Dexcom**, notre héros du diabète de longue date, a publié des chiffres trimestriels supérieurs aux prévisions, ce qui a entraîné une amélioration des marges. Le chiffre d'affaires a progressé de 19% et la société a relevé ses prévisions pour l'ensemble de l'année. **Doximity** et **Staar Surgical** ont également bien progressé en mai, avec des performances respectives de 13,5% et 10,2%. La première fournit une plateforme de communication et de marketing pour les médecins et les sociétés pharmaceutiques, tandis que la seconde produit des lentilles de contact implantables pour traiter la myopie. Les deux sont en bonne situation financière, mais le marché accorde peu d'attention à leurs qualités très attractives depuis au moins un an, et leurs actions ont été traitées cruellement.

L'autre enjeu de ce trimestre a été une poussée soudaine et étonnante d'enthousiasme pour tout titre pouvant être un tant soit peu lié à l'Intelligence Artificielle (IA). Cet enthousiasme a été suscité par l'actualité très optimiste de **Nvidia**, premier fabricant mondial de cartes graphiques, qui s'est traduite par un rebond considérable des valeurs des semi-conducteurs, l'indice Philadelphia Semiconductor, en hausse de près de 50% cette année, ayant progressé de

18,5% sur le seul mois de mai. Dans le même temps, toutes les grandes valeurs technologiques et/ou de l'IA se sont inscrites en hausse : Amazon, Meta Platforms, Alphabet, Netflix, Microsoft et **Tesla** ont enregistré des performances exceptionnelles, tandis que **Nvidia** a affiché une performance trimestrielle étourdissante de 52%, pour porter sa capitalisation boursière à plus de mille milliards de dollars. Ces sept valeurs font partie des huit plus grandes valeurs du S&P 500 et, ensemble, elles représentent 27,4% de l'indice, ce qui laisse 72% à se partager aux 493 autres valeurs. Cette concentration étonnante signifie que, pour surperformer, ce trimestre aurait nécessité une exposition très importante à ces valeurs. Malheureusement, aucune d'elles n'était alors dans la stratégie, qui, avec le recul et en raison de marchés très difficiles depuis un an voire plus, était positionnée de façon bien trop défensive.

Heureusement, certaines des pertes enregistrées en Amérique ont été récupérées en juin, le marché ayant commencé à penser que la Réserve fédérale approchait de la fin de son cycle de resserrement des taux d'intérêt. Il y a eu peu d'actualité des entreprises. Le titre le plus performant est **Pool Corporation**, qui est de loin le leader sur le marché de la distribution de produits d'entretien des piscines. Le titre subit de fortes pressions depuis au moins un an, les investisseurs s'inquiétant des effets de la hausse des taux sur l'installation des piscines, et il a perdu beaucoup de sa valeur. Toutefois, à l'instar de plusieurs autres sociétés liées au logement ou aux services au logement, il a récemment connu une belle reprise et a progressé de 18,4% en juin. Le fabricant de pièces d'avions **Heico** a également connu un mois bien meilleur avec une hausse de 14,5%, ce qui pourrait être une réaction tardive à la publication fin mai de résultats satisfaisants au titre du deuxième trimestre, tandis que les commandes d'avions neufs ont été étonnamment hautes au Salon de l'aéronautique de Paris, notamment de la part des transporteurs asiatiques. **Wolfspeed**, le fabricant de substrats et de semi-conducteurs en carbure de silicium, qui constitue un ajout relativement nouveau à la stratégie, et qui a réalisé un début décevant, a nettement rebondi, avec de nouveaux espoirs de financement supplémentaire pour la construction de sa nouvelle usine de semi-conducteurs. Ce financement a depuis été confirmé, et les actions ont continué à fortement progresser au cours des premières semaines de juillet.

A contrario, les marchés européens se sont montrés plus favorables et globalement conciliants sur le trimestre. **ASML** a bénéficié de l'actualité autour de l'IA et des semi-conducteurs et a fortement progressé en mai. **LVMH** a démarré la période en fanfare, avant que des prises de bénéfices n'interviennent, ne lui laissant qu'une légère avance, tandis qu'**Ashtead** a apporté une contribution positive suite à la publication de chiffres très solides en fin d'exercice, avec une croissance du chiffre d'affaires de 21,4% ayant entraîné une hausse des bénéfices de 23,8%. Le producteur d'insuline **Novo Nordisk** s'est montré stable, malgré l'enthousiasme persistant pour son médicament « Wegovy » pour la perte de poids, mais il s'agit d'un bon titre depuis le début de l'année. **Ferrari** et **Dino Polska** ont constitué les meilleures positions du trimestre. Le supermarché polonais a enregistré des performances très solides grâce à la robustesse du marché boursier polonais et à la révision à la hausse continue de ses bénéfices. **Ferrari**, qui est peut-être le fabricant de produits de luxe ultime, a également connu un très bon mois, dans la mesure où plusieurs analystes ont revu à la hausse leurs estimations et où la société a annoncé un nouveau programme de rachat d'actions. Ajouté à l'euphorie la victoire des 24 heures du Mans, un triomphe notable, puisque c'était la première participation de Ferrari depuis 1973.

La quasi-totalité de l'exposition de la stratégie à l'Asie a concerné la Chine, ce qui s'est avéré infructueux. Le marché boursier chinois a continué de se dégrader, en raison de statistiques économiques décevantes, avec un retour à la normale largement différé. Il ne semblait pas déraisonnable de supposer que la fin d'un confinement extrêmement long libérerait les esprits refoulés, mais la faiblesse du marché immobilier, le taux de chômage élevé et la réduction de la prospérité (les Chinois n'ont pas été payés à ne rien faire pendant le confinement) se sont combinés pour démoraliser un consommateur déjà prudent. Malheureusement, **Alibaba**, **New Oriental Education** et **Meituan** ont tous eu une contribution négative. Pour contrer cela, ils ont été vendus et la pondération en Inde a été augmentée, avec l'achat de **DLF Ltd** et **Godrej Properties**, deux des principaux promoteurs immobiliers du pays, ainsi que d'**Apollo Hospitals**, le principal opérateur hospitalier et pharmaceutique d'Inde. L'inflation en Inde est faible, les taux d'intérêt sont en baisse et l'accessibilité à l'immobilier est extrêmement bonne, tandis qu'**Apollo**, qui a connu deux excellentes années en 2020 et 2021, a passé les deux dernières années à améliorer sa valorisation, laquelle nous semble aujourd'hui très attractive. Le marché privé de la santé en Inde est à un stade incroyablement précoce de développement et nous semble représenter une opportunité de croissance massive sur plusieurs années.

À l'heure où nous écrivons cette lettre, la confiance dans les actions semble s'accroître, en particulier aux États-Unis, qui conditionnent toujours l'orientation globale des marchés mondiaux¹. L'ampleur du marché est nettement meilleure et, bien que la technologie soit toujours en tête, d'autres secteurs comme les services, le logement et l'industrie commencent à bénéficier d'un bon soutien. Tous ces domaines devraient continuer à progresser si, comme cela semble probable, l'inflation continue de baisser et permet à la Réserve fédérale d'arrêter de relever ses taux d'intérêt. La stratégie est désormais plus agressive, avec une exposition accrue à la technologie, suite à l'achat d'**Adobe** et de **Broadcom**, ainsi que de prestataires de services liés au logement tels que **Zillow Group** et **First Service**. Aucune modification notable n'a été apportée à la partie européenne de la stratégie : **Ferrari**, **Novo Nordisk**, **LVMH** et **ASML** figurent parmi les positions les plus importantes, tandis que **Dino Polska** reste une valeur très prometteuse. Comme indiqué précédemment, l'exposition à l'Asie concerne principalement l'Inde.

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 2023

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 Aucune garantie de résultat ou de performance