



Lettre du gestionnaire

4^e trimestre 2019



Andrew Dalrymple

La stratégie a connu un trimestre légèrement décevant au cours duquel elle a sous-performé l'indice de référence. Toutefois, **le résultat pour l'ensemble de l'année est très satisfaisant**. La sous-performance récente s'explique en grande partie par la grande rotation des actions de croissance vers des valeurs défensives meilleur marché qui s'est produite début septembre, se traduisant par une légère désaffection pour les titres de croissance au cours des derniers mois de l'année. Les « catalyseurs » de ce revirement sur le marché ont été le rebond notable des rendements obligataires (jusque-là engagés sur une baisse inexorable), provoqué par des prévisions de hausse de l'inflation, l'accélération de la croissance aux États-Unis et le ton plus restrictif de la Réserve fédérale (par opposition au ton accommodant du mois de juillet). La conjonction de ces facteurs a engendré, comme c'est invariablement le cas, un enthousiasme pour les actions « value », au détriment des actions « growth », comme l'a illustré en septembre la surperformance massive des titres à faible ratio cours/bénéfice (P/E) par rapport aux titres à P/E élevé. Compte tenu de l'orientation de notre stratégie sur les valeurs de croissance, la sous-performance dans ces circonstances devenait inévitable.

Les valeurs des secteurs **minier, de l'énergie et des semi-conducteurs**, que nous privilégions rarement, voire jamais, en raison de leurs bénéfices trop cycliques et de leurs rendements qui pour la plupart, ne rencontrent pas nos critères, **ont également enregistré un rebond significatif**. Tout au long de la période, la stratégie est restée fortement exposée à l'Amérique et à l'Asie.

Nos équipages américains ont été les plus exposés au feu ennemi. **Les technologies médicales ont particulièrement souffert**. **Exact Sciences** et **Dexcom** sont toutes deux tombées au champ d'honneur, tandis que le secteur technologique, comme c'est toujours le cas, a été malmené, **Appian**, **Chegg**, **Rapid 7**, et **Match Group** ayant notamment essuyé des pertes importantes. Mais il est important de garder les choses en perspective ; en effet, bien qu'**Appian** ait perdu 20 % en septembre, cette correction intervient dans le sillage d'une hausse de 51 % en août. Ainsi, au cours des neuf premiers mois de l'année, la majorité de nos positions américaines ont enregistré des performances exceptionnellement solides et nous sommes restés optimistes sur la possibilité d'une reprise, si les résultats du troisième trimestre s'avéraient bons.

Les faits nous ont donné raison car **le temps fort d'octobre étant la saison des résultats du troisième trimestre en Amérique a soutenu le marché plus qu'à l'habitude**. Comme toujours, le moindre écart à la baisse des bénéfices a fortement pénalisé les titres concernés. **ServiceMaster**, fournisseur de services de lutte antiparasitaire, notamment contre les termites, a annoncé des résultats très décevants, ce qui a provoqué une chute de 20 % du cours de

Lettre du gestionnaire - 4^e trimestre 2019

Andrew Dalrymple

l'action. Le titre avait été sélectionné pour ses caractéristiques de croissance prudente, mais nous n'avions évidemment pas anticipé l'apparition d'une termite particulièrement agressive et destructrice, la termite de Formose, qui a apparemment provoqué des dégâts très importants. Comme c'est le cas habituellement lorsqu'un titre est touché par un évènement grave, nous l'avons liquidé. À sa place, nous avons ouvert une ligne sur **Copart**, le principal fournisseur de services de ventes aux enchères et de services connexes dans le secteur de la récupération de véhicules. **Exact Sciences** a également souffert, avant la publication des résultats, ce qui s'est révélé injustifié, sachant que les ventes du troisième trimestre ont progressé de 85 %, et que les bénéfices ont augmenté de 21 %. La société continue d'engager des frais commerciaux et de marketing très importants. En revanche, les autres positions américaines se sont bien comportées : **Visa** et **Pool Corporation** ont bien progressé, tandis que **Dexcom**, **Keysight Technologies** et **Zoetis** se sont également inscrites en hausse en octobre, récupérant une partie des pertes de septembre.

L'un des évènements les plus importants du second semestre 2019 a été une **expédition de reconnaissance en Chine, en septembre**. En dépit du sentiment négatif engendré par le ralentissement de la croissance économique et le conflit commercial sino-américain, nous sommes revenus porteurs de nouvelles encourageantes. Malgré l'obsession du reste du monde pour ces deux enjeux, pas une seule entreprise n'y a fait référence, même si, il faut le reconnaître, compte tenu de notre concentration dans le secteur des biens de consommation, aucune des sociétés que nous avons visitées n'était un fabricant ou un exportateur. Nous soulignons avec plaisir que deux des réunions les plus fructueuses ont eu lieu avec des positions existantes, à savoir **China International Travel Services**, qui domine le secteur chinois du duty-free, et **Yihai International**, qui confectionne des arômes pour des recettes de fondue chinoise (hot pot). Malgré le ralentissement supposé de la croissance, les voyages à l'étranger augmentent régulièrement, et le développement du duty-free continue de s'accélérer. Les restaurants de fondue chinoise continuent de connaître un immense succès en Chine, et les opportunités restent très nombreuses. Au cours du voyage, nous avons fait un arrêt pour nous ravitailler chez **Haidilao**, qui gère près de 500 établissements de ce type (également une société sœur de **Yihai**). Nous avons trouvé cette chaîne de restaurants très agréable et avons pu mesurer sa très grande popularité. Le fait est que la consommation en Chine, qui est l'axe unique de la stratégie, reste robuste.

En effet, une grande partie de la surperformance en octobre a été générée par le **recrutement récent de certains de ces nouveaux marins chinois dans l'équipage, après le voyage de recherche**. À cet égard, nous avons adopté une approche quelque peu contrariante, car la Chine n'est que très rarement considérée de manière positive, et à la fin du mois d'octobre, les positions chinoises constituaient près d'un tiers de la stratégie. Notre nouvel investissement dans le leader de la livraison de repas **Meituan Dianping**, a connu une envolée dès le départ, progressant de 17 % ce mois-ci, tandis que le fabricant d'assaisonnement pour fondue chinoise **Yihai**, et le restaurateur de fondue chinoise **Haidilao**, ont progressé de 15 % et 7 % respectivement. Alors que **Yihai** est un membre très vaillant de l'équipage depuis plus d'un an, **Haidilao** ne l'a rejoint que ce mois-ci. La société exploite près de 600 restaurants de fondue en Chine et prévoit de croître très rapidement. L'autre contribution importante a été une autre nouvelle recrue, **New Oriental Education**. À notre avis, l'activité de **New Oriental** est excellente et très solide, car elle s'appuie sur des centres d'enseignement en dur, plutôt que sur du tutorat en ligne. L'action a progressé de 10 % sur le mois. La seule petite faille dans la garde chinoise en octobre fut les résultats médiocres du géant du duty free **China International Travel** (-1,6 %), tandis que **Tencent** continuait de s'effondrer pour clôturer en baisse de 3 %.

En Europe, le prestataire de services financiers allemand **Hypoport** a annoncé des chiffres de trafic positifs pour sa plateforme en ligne, entraînant une hausse de 23 % de l'action. Cela nous a conduits à prendre quelques profits, en conservant toutefois une position importante à la fin de l'année, le cours de action ayant plus que doublé sur l'année.

En novembre, quelques autres entreprises ont publié des résultats, et la **Palme de la meilleure performance du mois a été partagé par Axon Enterprises et Dexcom**. **Axon** est un fabricant de pistolets Taser utilisés pour neutraliser les auteurs de troubles, souvent des émeutiers et des individus dangereux, ainsi que de caméras piétons, principalement portées par les policiers pour enregistrer leurs interventions. Bien que plus rassurants qu'inspirants, les résultats du troisième trimestre ont fait grimper l'action de 44 %. Les lecteurs réguliers se souviendront de notre

Lettre du gestionnaire - 4^e trimestre 2019

Andrew Dalrymple

enthousiasme de longue date pour **Dexcom**, le fabricant de dispositifs de surveillance glycémique qui améliorent radicalement le quotidien des personnes souffrant du diabète. Le chiffre d'affaires de la société pour le troisième trimestre a augmenté de 48 % et les marges se sont sensiblement améliorées. Tout cela, conjugué à l'annonce de perspectives optimistes, a provoqué une hausse de 47 % du cours de l'action au cours du mois.

Nous avons également embarqué à nouveau deux vieux amis en novembre, à savoir **Freshpet** et **Intuitive Surgical**. Comme son nom l'indique, **Freshpet** est le premier fabricant d'aliments frais pour des animaux domestiques de plus en plus humanisés, difficiles, sujets aux allergies et très gâtés (ou bien ce sont peut-être leurs propriétaires!). **Intuitive Surgical** est le fabricant des robots chirurgicaux Da Vinci aujourd'hui omniprésents, et dont le perfectionnement rapide permet leur utilisation dans des situations chirurgicales toujours plus variées. Nous avons également acheté **ResMed**, qui fournit des appareils de traitement de l'apnée du sommeil (ronflement). Nous avons rencontré cette entreprise à de nombreuses reprises au fil des ans, mais, à nos dépens, nous n'avons investi dans son titre que brièvement, il y a de nombreuses années. L'apnée du sommeil est un trouble largement reconnu comme invalidant, et les appareils de **ResMed** restent le traitement de choix. Les trois sociétés ont débuté sur une note positive à bord du navire, où elles remplacent **Chegg**, qui n'était pas entièrement satisfaisant, **Match Group**, qui a été extrêmement rentable, et le détaillant de chaussures également très performant, **Bata India**.

Le mois de **décembre a été beaucoup moins mouvementé**, avec très peu d'actualités sur les entreprises, et la stratégie a légèrement sous-performé. Ce résultat s'explique tant par les prises de profit sur bon nombre des valeurs chinoises, que par une plus grande prudence vis-à-vis des valeurs de croissance américaines, qui ont globalement bénéficié d'une très bonne année. À notre plus grande surprise, les eaux européennes recélaient des trésors au quatrième trimestre, que, malheureusement, nous avons laissés passer sans tirer un seul coup de canon. La tentation de poursuivre tous les galions chargés de trésors reste forte, mais notre discipline de bataille nous a déjà coûté cher en pareilles circonstances.

Nous restons néanmoins totalement investis et très optimistes. Nous anticipons également que la stratégie restera axée sur l'Amérique et l'Asie, qui sont, selon nous, les deux marchés de croissance les plus prometteurs¹. Nos vigies aux aguets trouvent encore dans ces zones beaucoup de navires pleins de trésors, que nous espérons amener à portée de nos canons lorsque le vent et la marée le permettront. En effet, nous avons hissé notre pavillon de bataille en haut du mât et la première escarmouche de l'année est imminente, à l'approche de la publication des résultats annuels des entreprises américaines à la fin janvier. Comme toujours, la suite dépendra en grande partie de ces résultats, dans la mesure où le marché américain donne généralement le ton pour les marchés à travers le monde.

¹ Aucune garantie de résultat ou de performance

Lettre du gestionnaire - 4^e trimestre 2019
Andrew Dalrymple

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 31 Décembre 2019

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.
