



Jacques Berghmans

1. Contexte économique et environnement de marché

Dans l'ensemble, les marchés actions ont poursuivi leur tendance positive au troisième trimestre, après un début d'année difficile pour les investisseurs. Toutefois, comme le montre le graphique ci-dessous, la reprise du marché s'est révélée inégale : le marché américain (en jaune) a rebondi bien plus que les marchés asiatiques (en orange) et le marché européen (en vert).

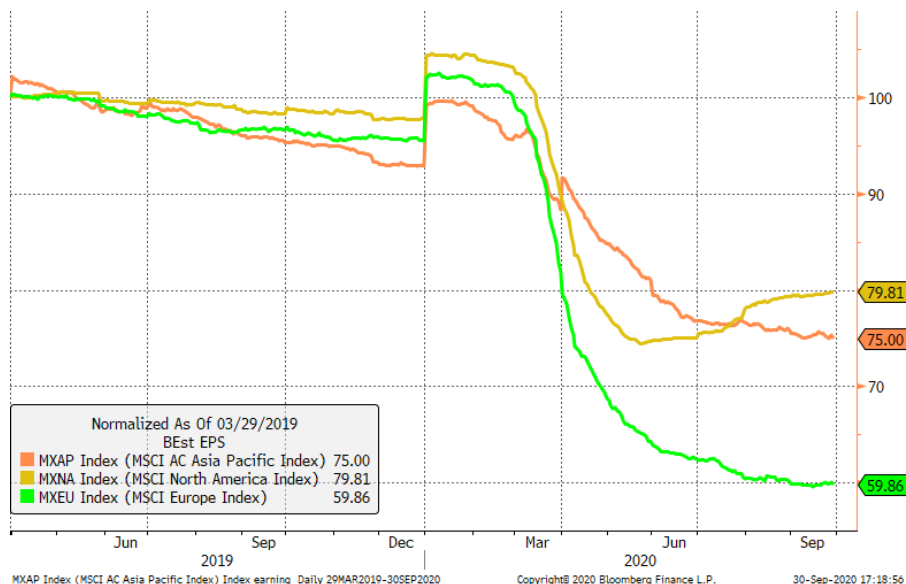
PERFORMANCE DES MARCHÉS ACTIONS PAR RÉGION DEPUIS 2019



Source : Bloomberg

Cette tendance tient principalement à l'écart entre les prévisions de bénéfices, les marchés américain et asiatique surperformant nettement l'Europe. Le graphique de Bloomberg ci-dessous montre l'ensemble des prévisions de bénéfices par action (« Best EPS ») pour ces trois régions. Malheureusement, l'Europe (en vert) obtient des résultats sensiblement inférieurs au reste du monde. Même si ce graphique ne fait que refléter les attentes pour l'année prochaine, et qu'il ne s'agit (il faut l'espérer) que d'un phénomène temporaire, il montre déjà qu'en période de tensions comme aujourd'hui, une plus grande diversification géographique est positive pour les investisseurs.

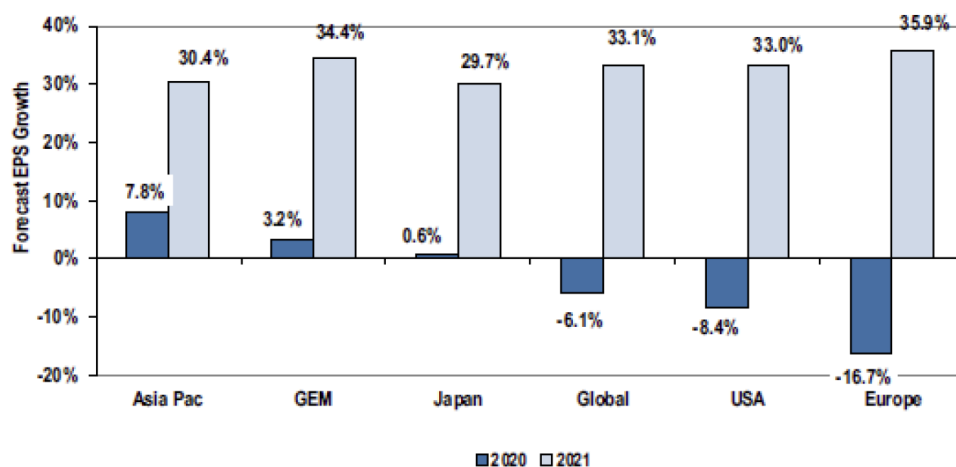
PRÉVISIONS DE BÉNÉFICES PAR ACTION PAR RÉGION



Source : Bloomberg

L'une des bonnes surprises pour les investisseurs au cours de cette crise est que **les bénéfices des entreprises ont été plus résilients que prévu**. Dans une étude publiée en août, la banque d'investissement Merrill Lynch anticipait une poursuite de la croissance des bénéfices des entreprises dans un certain nombre de régions en 2020 et un très fort rebond en 2021. Encore une fois, ces données ne couvrent que les deux prochaines années. Dans la mesure où acheter des actions revient à acheter plusieurs décennies de flux de bénéfices, les investisseurs ne doivent pas oublier le long terme.

PRÉVISIONS DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES PAR RÉGION POUR 2020 ET 2021

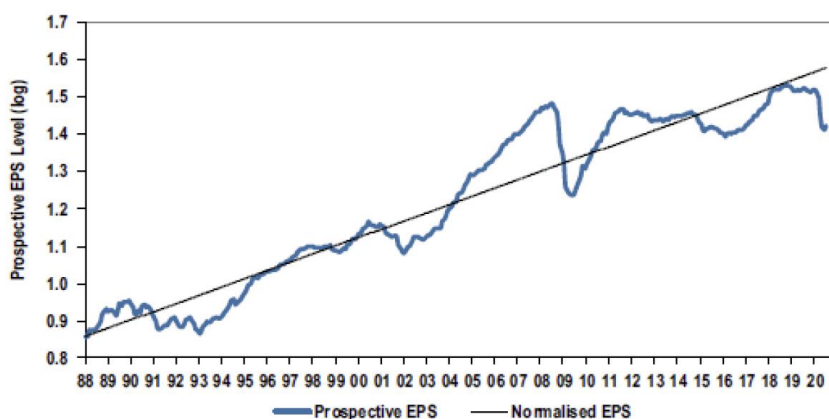


Source : BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Heureusement, rien n'indique que cette pandémie va perturber la tendance des bénéfices à long terme du marché actions mondial¹. Comme nous pouvons le constater sur le graphique ci-dessous, les bénéfices suivent un modèle de croissance remarquable tout en divergeant parfois positivement ou négativement pendant une période. La pandémie a ramené les bénéfices globaux à leurs niveaux de 2015, mais ils ont commencé à rebondir.

¹ Aucune garantie de résultat ou de performance

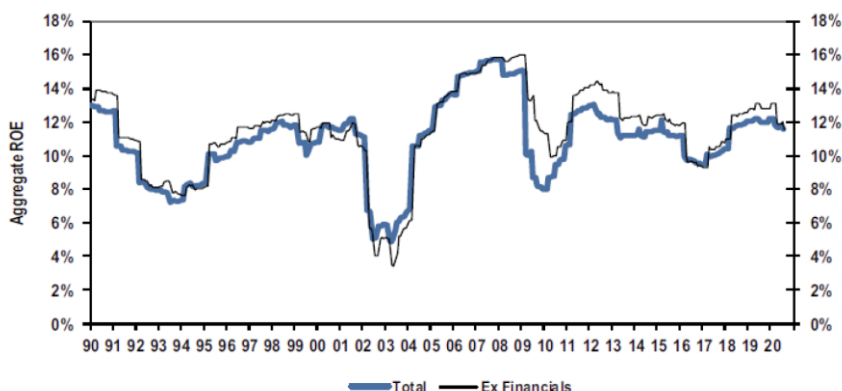
CROISSANCE DES BÉNÉFICES PAR ACTION À LONG TERME



Source : BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Le principal moteur de la croissance des bénéfices des entreprises est leur rendement des capitaux propres (ROE) qui fluctue entre 4% et 14% depuis les années 1990 et qui est resté autour de 10% pendant la majorité de cette période. Un ROE de 10% devrait permettre à une société d'accroître ses bénéfices à 10% par an si aucun dividende n'est distribué. Cela signifie également qu'à valorisations et rendements des capitaux propres constants, les investissements mondiaux en actions pourraient générer un rendement nominal atteignant jusqu'à 10% par an¹.

RENDEMENTS DES CAPITAUX PROPRES À LONG TERME DES SOCIÉTÉS COTÉES

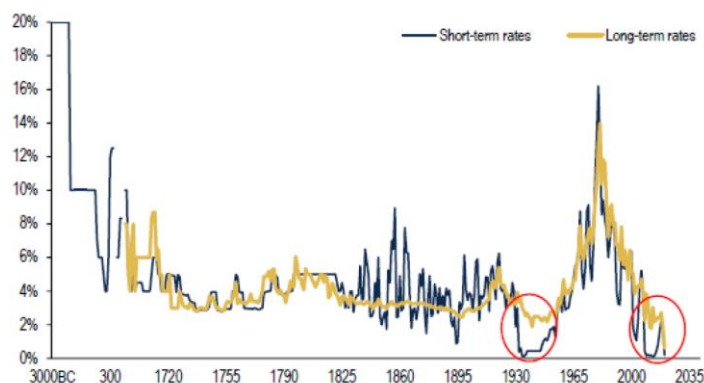


Source : BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Chez TreeTop, nous soulignons combien **il est important d'investir à l'échelle mondiale et non pas seulement sur les marchés européens. Ne pas investir dans quelques sociétés florissantes risque d'entraîner des rendements beaucoup plus faibles.** Les indices de grandes capitalisations en Europe sont dominés par des sociétés ayant des modèles économiques traditionnels, comme les grandes banques et compagnies d'assurance, les entreprises du secteur aéronautique et les constructeurs automobiles. Goldman Sachs, dans une analyse récente des sociétés cotées américaines, a constaté que les bénéfices du deuxième trimestre au plus haut de la pandémie n'avaient baissé « que » de 34% dans le cas du S&P 500 mais s'étaient effondrés de 97% pour la Russell 2000, un indice majoritairement composé de petites entreprises américaines. Les cinq plus grandes sociétés par capitalisation boursière (Apple, Microsoft, Amazon, Google et Facebook) ont généré une part colossale de 16% du total des bénéfices de l'indice au deuxième trimestre. Ne pas investir dans ces sociétés au cours de la dernière décennie revenait à passer à côté d'une part importante des rendements. En Chine, comme aux États-Unis, les entreprises technologiques et les entreprises du secteur de la santé se sont bien mieux comportées que le reste du marché. De nombreuses sociétés chinoises parmi les plus performantes, comme le trio du commerce électronique JD.com, Alibaba et Pinduoduo, sont également cotées sur le Nasdaq, renforçant encore plus l'indice américain.

Au-delà de la croissance des bénéfiques, l'autre variable importante pour la performance des marchés actions est la valorisation. Chez TreeTop, nous pensons que l'action concertée des banques centrales mondiales pour maintenir des taux d'intérêt très bas devrait soutenir les niveaux de valorisation des actions. Les actions affichant des rendements croissants, grâce aux rachats d'actions, aux dividendes et à la croissance des bénéfiques,¹ constituent une meilleure alternative aux instruments de taux et aux dépôts, qui génèrent un rendement nul. Nous pensons également que les politiques actuelles de taux d'intérêt bas ne devraient pas changer dans un avenir prévisible, car les gouvernements très endettés au Japon, en Europe et en Amérique du Nord ne peuvent pas se permettre de payer des taux d'intérêt beaucoup plus élevés sur leur dette.

Chart 1: Interest rates since 3000BC

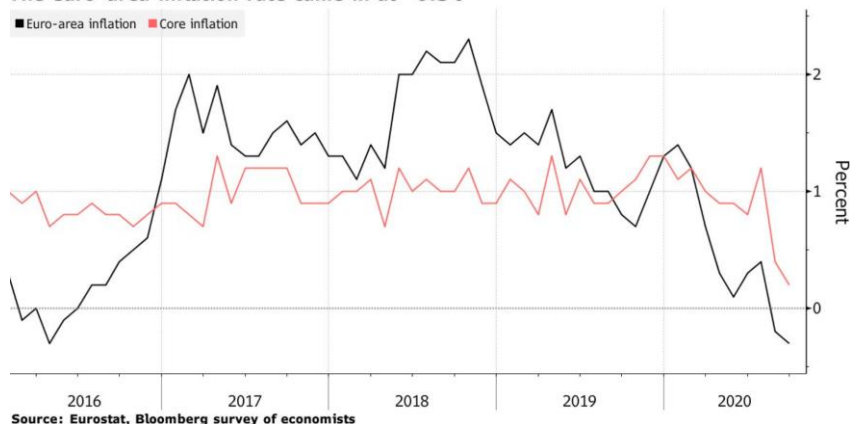


Source : BofA Global Research. Global Investment Strategy- the Longest Picture

La seule réserve que nous pourrions formuler face à la faiblesse des taux d'intérêt serait qu'elle pourrait entraîner un rebond significatif de l'inflation qui obligerait les banques centrales à prendre des mesures draconiennes, comme à la fin des années 1970 et 1980. Nous pensons qu'à court et moyen terme, le risque d'une hausse de l'inflation est faible car cette dernière a tendance à suivre les chocs dans les approvisionnements, comme l'embargo pétrolier dans les années 70. Cette fois-ci, la pandémie n'a pas eu d'incidence significative sur la production de biens et de services essentiels, mais a surtout affecté la demande globale puisque les gens sont restés chez eux et n'ont pas beaucoup consommé. Au lieu d'augmenter, les prix ont en fait baissé dans la plupart des économies, les entreprises essayant d'attirer les consommateurs avec de meilleures offres. L'inflation pourrait également être portée par l'augmentation des salaires beaucoup plus rapide que la productivité, mais il s'agit d'une perspective peu probable, étant donné le taux de chômage élevé dans les pays occidentaux et le vaste bassin de travailleurs dans les marchés émergents.

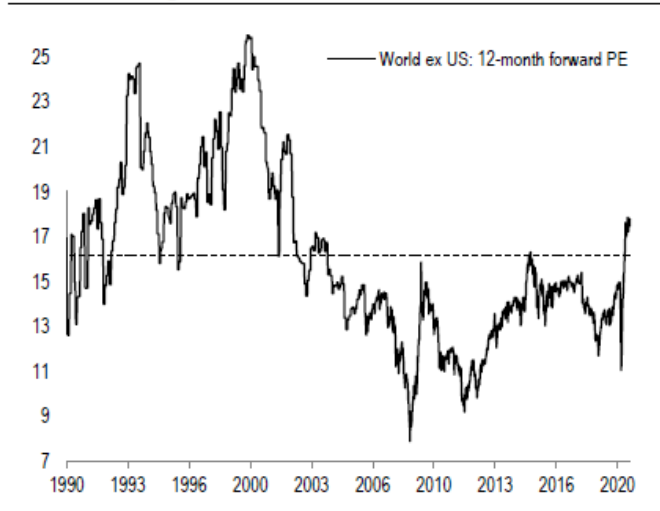
Stuck Below Zero

The euro-area inflation rate came in at -0.3%



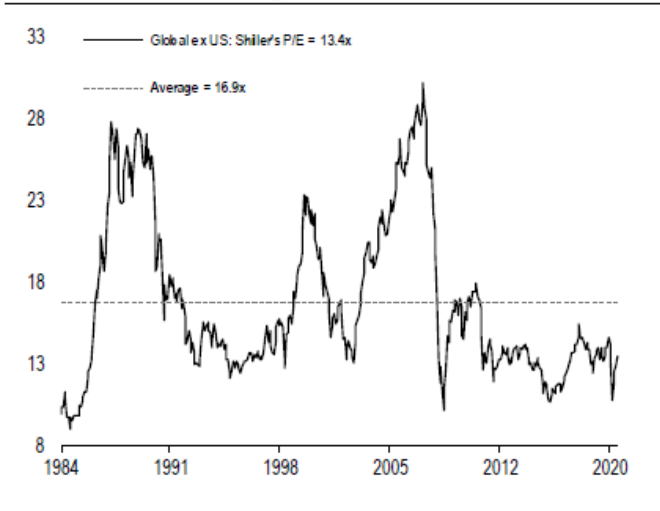
Enfin, les valorisations des marchés actions mondiaux sont peu élevées par rapport aux moyennes historiques et sont bon marché par rapport à d'autres actifs comme les obligations et l'immobilier. Comme nous pouvons le voir sur les graphiques ci-dessous, les marchés actions hors États-Unis se négocient autour, ou légèrement au-dessous, de leurs multiples de valorisation historiques, en fonction des indicateurs utilisés.

Figure 52: World ex US 12m fwd P/E is only slightly above its historical average



Source: Refinitiv, Credit Suisse research

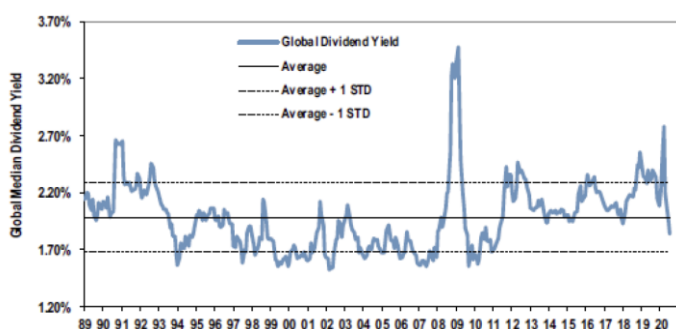
Figure 53: Outside of the US, the Shiller P/E is quite low relative to historical averages



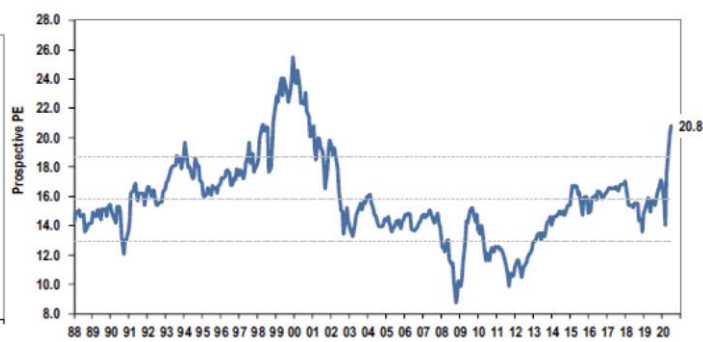
Source: Refinitiv, Credit Suisse research

L'ensemble du marché actions mondial est un peu plus cher en termes de ratio cours-bénéfices (PER), mais reste bien inférieur aux niveaux de 2000, malgré des rendements beaucoup plus faibles pour les obligations et les liquidités. Le rendement du dividende est en ligne avec la moyenne historique et soutient largement la comparaison avec le rendement de la plupart des autres actifs financiers.

RENDEMENT DU DIVIDENDE MONDIAL



PERSPECTIVES MONDIALES DE PER



Source : BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

En conclusion, beaucoup d'entreprises résistent mieux à la pandémie que certains gros titres alarmistes ne le suggèrent. Tout ne va pas pour le mieux pour autant, puisque cette situation pénalise lourdement certains secteurs et certaines régions et avantage, au contraire, largement quelques entreprises. La récente crise confirme la conviction fondamentale de TreeTop selon laquelle la gestion indicielle est un bon moyen de profiter des rendements de ces entreprises florissantes. Lorsqu'on investit avec des gérants actifs, il est important de se rappeler que pour surperformer le marché, il faut faire mieux que tous les autres. Il en va de même que pour les sports de compétition. Seuls les meilleurs joueurs peuvent en vivre confortablement. Chez TreeTop, nous parions sur des « athlètes » très compétitifs, qui peuvent constituer un bon complément à la gestion indicielle.

2. Nos convictions

Après un fort rebond au deuxième trimestre, la plupart de nos investissements de base ont enregistré une performance plus limitée au cours des trois derniers mois, les entreprises s'adaptant à un nouveau contexte plus contraignant. Nos principales contributions à la performance jusqu'à présent cette année ont été **HORIZON THERAPEUTICS**, **SHANDONG WEIGAO** et **MAN WAH HOLDINGS** et les freins les plus importants ont été **INDIABULLS HOUSING FINANCE** and **FUFENG**. D'autres investissements ont généré des résultats légèrement positifs ou négatifs et ont eu tendance à s'annuler.

Côté négatif, un certain nombre d'entreprises n'ont pas pu échapper à toutes les ramifications de la pandémie. **INDIABULLS HOUSING FINANCE** a bien débuté l'année après la réorganisation agressive qui est intervenue sur le marché du financement immobilier en Inde après une crise de deux ans. Malheureusement, la pandémie a mis un frein à la reprise, l'Inde étant l'un des pays les plus touchés dans le monde sur le plan économique et sur le plan sanitaire. La direction a travaillé sans relâche pour ajuster le bilan de la société et a réussi à lever des capitaux en vendant une partie de son investissement dans une fintech britannique à une très bonne valorisation. Elle a également levé des fonds propres auprès des actionnaires existants, ce qui devrait l'aider à traverser la tempête. Notre position est relativement plus réduite qu'avant, car les risques restent élevés. Nous pensons toutefois que les perspectives à long terme d'**INDIABULLS HOUSING FINANCE**, guidée par une excellente équipe de gestion, restent très attractives.

FUFENG, une position que nous détenons depuis longtemps, prend plus de temps que nous ne le pensions pour produire les résultats attendus. La société est brillamment parvenue à consolider le secteur des acides aminés et à établir une base de production à faible coût. Toutefois, elle n'a pas encore été en mesure d'offrir avec régularité des marges élevées, en raison des fluctuations des prix de ses produits finaux. La pandémie a encore enfoncé le clou, en affectant fortement les restaurants, qui sont de grands acheteurs de MSG (un additif alimentaire très populaire dans la cuisine asiatique), le principal produit de **FUFENG**. Il existe toutefois des signes positifs, car la société génère constamment des bénéfices et des flux de trésorerie satisfaisants. Un troisième concurrent, Eppen est également dans une situation difficile et aura très probablement besoin de refinancement. Nous pensons que la dernière étape de la consolidation du secteur est imminente et devrait entraîner une forte réévaluation du titre.

Certaines de nos valeurs les plus performantes cette année figurent dans le secteur de la santé aux États-Unis et en Chine. **HORIZON THERAPEUTICS** et **SHANDONG WEIGAO** ont toutes deux dégagé de bons résultats et une performance exceptionnelle, portées par le lancement réussi d'un nouveau médicament pour **HORIZON THERAPEUTICS** et la croissance dans le secteur de **SHANDONG WEIGAO**. **HORIZON THERAPEUTICS** est l'exemple même d'un investissement pharmaceutique réussi. La société, créée en 2008 par un entrepreneur en vue de construire un portefeuille de médicaments destinés à traiter des maladies rares, a enregistré une croissance exponentielle, avec un chiffre d'affaires attendu de 2 milliards de dollars US et des prévisions de résultat net de plus de 600 millions de dollars US cette année. Cette réussite remarquable repose principalement sur deux médicaments clés : Krystexxa, utilisé dans le traitement de la goutte chronique réfractaire grave, et Teprotumumab (« Tepezza ») utilisé dans le traitement de l'orbitopathie dysthyroïdienne, qui peut, dans les cas graves, conduire à la cécité. **HORIZON THERAPEUTICS** a acheté ces deux médicaments, qui avaient des marchés limités, trouvé de nouvelles utilisations finales et les a commercialisés avec beaucoup de succès. Au cours des dernières semaines, nous avons réduit notre position sur ce titre en raison de sa revalorisation, mais nous conservons un investissement important, étant donné ses perspectives de croissance importantes et son ratio cours-bénéfice à un an (PER) de 18x. Un autre investissement couronné de succès a été **SHANDONG WEIGAO**, une société médicale de premier plan en Chine qui vend des sets de perfusion (comme Baxter), des seringues et d'autres consommables médicaux et a une division orthopédique en plein essor. En début d'année, nous avons acheté une position que nous avons déjà vendue en majeure partie, dans la mesure où notre objectif de hausse à trois ans s'est concrétisé en moins de six mois, et que le gouvernement chinois a commencé à envisager des baisses de prix des fournitures médicales plus agressives. Nous pourrions réinvestir ultérieurement dans l'obligation ou l'action si la valorisation revient à des niveaux plus raisonnables et à condition que les perspectives de croissance à long terme du secteur médical chinois restent excellentes.

Parmi les autres investissements plus récents figurent **PACIRA BIOSCIENCES**, **LIVANOVA** et **AKAMAI**. **PACIRA BIOSCIENCES** est un pionnier des produits anesthésiques à libération retardée utilisés en chirurgie. Les anesthésiques

et les médicaments analgésiques, bien qu'ils aient transformé la médecine moderne au cours des cinquante dernières années, appartiennent encore pour plupart d'entre eux à deux camps : d'un côté, les anesthésiques locaux et les analgésiques légers et, de l'autre, les produits d'anesthésie générale et les analgésiques plus puissants - comme les opioïdes. Les médicaments de la première famille ont l'avantage d'être faciles à administrer et sont généralement très sûrs pour le patient. Ils sont néanmoins principalement limités aux chirurgies locales et fonctionnent pendant une courte période (comme l'injection que fait un dentiste). La deuxième famille est beaucoup plus puissante et doit être administrée avec précaution. Elle peut être très addictive et mortelle si elle est surdosée. Depuis sa création, **PACIRA BIOSCIENCES** travaille sur les produits anesthésiques du premier groupe. Elle les a rendus plus puissants en changeant le mode d'administration et en étendant leurs utilisations à des chirurgies plus sophistiquées. La société, qui a lancé son premier produit en 2011, est désormais rentable. Elle cherche à développer son activité de manière significative dans de nouvelles zones géographiques et à répondre à de nouveaux besoins chirurgicaux. Il est intéressant de noter que le titre affiche une valorisation intéressante, offre une protection en cas de baisse satisfaisante ainsi qu'un potentiel de hausse important.

LIVANOVA est une société mondiale de technologies médicales qui propose un certain nombre d'appareils de premier plan utilisés dans la chirurgie cardiaque et le traitement de l'épilepsie. Le chiffre d'affaires de la société a reculé au cours des 18 derniers mois en raison du calendrier de cycle de vie des produits par rapport à la concurrence, de l'évolution des accords de distribution et de la réduction des procédures chirurgicales non urgentes due au COVID-19. Toutefois, la croissance devrait s'accélérer à partir de 2021, soutenue par la demande contenue d'interventions et le lancement de nouveaux produits. Les bénéfices devraient progresser plus rapidement que le chiffre d'affaires grâce à l'effet de levier opérationnel. À plus long terme, les dispositifs actuellement testés pour traiter la dépression, l'insuffisance cardiaque et l'apnée du sommeil offrent un potentiel de hausse important des bénéfices et de la valorisation.

AKAMAI est un fournisseur de réseau de diffusion de contenu (ou « Content Delivery Network CDN ») de premier plan. Leur réseau de distribution mondial de plus de 200 000 serveurs et leurs algorithmes optimise le routage du trafic Internet afin de minimiser la distance parcourue par les données et de réduire la latence pour l'utilisateur final (à la périphérie). Ces capacités de surveillance du réseau et du trafic constituent également une plate-forme unique pour la sécurité « à la périphérie », qui permet de détecter et d'arrêter les menaces avant qu'elles puissent se déplacer de manière significative au sein d'un réseau donné. Nous pensons que l'activité CDN de l'entreprise se maintiendra à un faible niveau de croissance, mais qu'elle générera des liquidités considérables à réinvestir dans l'activité de sécurité, qui pourra continuer de progresser à plus de 20% par an grâce aux gains de parts de marché réalisés dans un secteur en plein essor. Nous pensons que la durabilité de cette croissance est actuellement sous-estimée par le marché.

Comme ces exemples l'indiquent, nous continuons de trouver des opportunités intéressantes à des valorisations raisonnables. Les entrepreneurs et les dirigeants talentueux sont des gens flexibles et opportunistes qui sont généralement doués pour créer de la valeur, même dans des environnements difficiles. Chez TreeTop, nous continuons de penser que miser sur eux est le meilleur moyen de protéger et de faire fructifier votre patrimoine à long terme¹.

Les informations contenues dans le document ont une vocation d'information générale qui ne prend pas en compte les objectifs d'investissement, la situation financière ou les besoins spécifiques d'un investisseur. Ce document ne doit pas être remis à un investisseur US (tel que défini dans la réglementation américaine). Ce document se base sur les sources que TreeTop Asset Management SA (la « Société ») considère comme fiables et reflète des opinions des gestionnaires de la Société. Ce document, communiqué uniquement dans un but d'information, ne constitue ni un conseil en investissement ni une offre de produits. Les informations contenues peuvent être modifiées à tout moment et sans préavis. La Société n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, pour l'usage des informations du document. Ce document ne peut être ni copié, reproduit, modifié, traduit ou transféré, sans l'accord préalable de la Société, à une personne ou une entité dans un pays dans lequel la Société ou ses produits seraient soumis à des obligations d'enregistrement ou dans lequel une telle diffusion serait interdite ou considérée comme illégale. Les données présentant des évolutions ou performances passées ne préjugent pas des évolutions ou performances futures.

Données et informations au 30 septembre 2020

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.
