



Lettre du Gestionnaire 2^{ème} Trimestre 2021

Andrew Dalrymple

Nos lecteurs réguliers n'ignoreront pas que la stratégie a connu une excellente année en 2020, car elle s'est appuyée sur les valeurs de croissance, qui ont largement profité des perturbations causées par le Covid. Mais après un très bon début d'année, ces mêmes valeurs ont subi une très forte correction mi-février, avec des conséquences très dommageables. Bien que les valeurs de croissance se soient quelque peu redressées en avril, elles ont subi de nouvelles pressions début mai, avant de reprendre des couleurs en juin.

Le déclencheur de cette sévère correction a été la probabilité d'un retour à la normalité économique à la faveur de l'assouplissement des restrictions liées au Covid. Cette perspective a suscité un vif enthousiasme pour les secteurs cycliques, tels que l'énergie, l'exploitation minière, la finance et l'industrie, autant de secteurs que nous ne considérons que rarement, mais qui constituent néanmoins une grande partie des indices boursiers mondiaux. L'essentiel des achats dans ces secteurs a sans aucun doute été alimenté par d'importantes prises de bénéfices sur les valeurs technologiques et d'autres secteurs, qui avaient été très solides pendant le confinement. Même forts de notre longue expérience de l'investissement, il est difficile de se souvenir d'un épisode où le leadership a changé de manière aussi spectaculaire et à un tel rythme. Inévitablement, compte tenu de notre focus sur les valeurs de croissance, et dans ces circonstances, nous avons sous-performé l'indice de référence.

La rotation parmi les valeurs dominantes du marché s'explique également par les anticipations d'un retour imminent et malvenu de l'inflation. Les raisons sont bien fondées, en ce sens qu'avec tant de dépenses reportées du fait des mesures de confinement, le taux d'épargne a fortement augmenté dans tous les pays développés et la situation financière des ménages s'est considérablement améliorée. Il est à craindre que la libération de cette demande refoulée n'alimente inévitablement l'inflation. De plus, comme chacun le sait, les pouvoirs publics ont inondé l'économie de liquidités et engagé des dépenses supplémentaires. Reflétant ces craintes, les rendements obligataires ont fortement augmenté, un contexte peu propice à notre style d'investissement. Mais depuis le pic atteint mi-mai, les rendements ont baissé de façon régulière, et bien que les prix des matières premières soient relativement élevés, la dynamique de nombreuses composantes clés s'est essouffée récemment et, de fait, les prix du bois de construction aux États-Unis ont fortement baissé. Cette tendance a considérablement amélioré le contexte pour les valeurs de croissance, et depuis lors, la stratégie s'est exceptionnellement bien comportée¹.

Toutefois, en dépit d'un trimestre volatil pour bon nombre de nos positions, les résultats qu'elles produisent nous encouragent énormément, et il semble que les investisseurs réagissent désormais positivement aux bonnes nouvelles. En Chine, les excellents résultats trimestriels de **Bilibili** et les données rassurantes du pilier que représente **Tencent** ont largement dopé le sentiment début mai, tandis que le premier trimestre de **Meituan** s'est soldé par une hausse de 121% de son chiffre d'affaires par rapport à l'année précédente, avec 59 millions de nouveaux utilisateurs, ce qui porte leur nombre total à 569 millions. **NIO**, le premier constructeur chinois de voitures électriques haut de gamme, a fait état de solides ventes mensuelles, avec la livraison de 8 083 voitures en juin, 20% de plus qu'en mai et 116% de plus que l'année précédente. Porté par cette excellente nouvelle, le titre, sous forte pression depuis février, s'est bien

¹ Aucune garantie de résultat ou de performance

redressé et a gagné près de 38% sur le seul mois de juin. **FUTU**, une acquisition récente de la stratégie, et l'un des principaux fournisseurs d'informations de marché et de courtage en ligne qui opère à Hong Kong, à Singapour et aux États-Unis, a progressé de 26%. La société continue de connaître une forte hausse du nombre de ses clients, de ses actifs et de ses volumes de transactions. Le titre a désormais regagné l'ensemble du terrain perdu à la suite d'une récente levée de fonds.

Face à ces chiffres rassurants, bon nombre des grandes sociétés chinoises de technologie et de services se sont retrouvées dans le collimateur des autorités de réglementation ces deux derniers mois. Il est difficile de savoir où cette surveillance accrue va mener et si elle va s'intensifier, mais il est peu encourageant de voir la « main de fer » du Parti communiste chinois (qui n'est pas connu pour être particulièrement favorable aux affaires !) faire obstacle aux entreprises les plus prospères du pays. **New Oriental Education**, le plus grand spécialiste chinois des cours particuliers, en a été la pire victime au niveau de la stratégie. Pour commencer, il semblait que les autorités municipales de Pékin allaient imposer des exigences de qualification plus strictes aux enseignants, ce qui n'aurait pas été un problème pour l'entreprise, mais le président Xi et d'autres responsables ont ensuite dénoncé la pression exercée sur les enfants et le fait que les familles aisées soient en mesure de faire progresser leurs enfants plus facilement. Avant cet épisode, **New Oriental** figurait selon nous parmi nos valeurs de croissance les plus stables, compte tenu de la priorité que les Chinois accordent à l'éducation des enfants, mais le titre a subi une forte correction, rarement un moment idéal pour vendre une position, ce que nous avons été contraints de faire, mais le titre a encore baissé de moitié depuis notre sortie. Parallèlement, **Tencent** et **Meituan** font l'objet d'une surveillance particulière, pour un ensemble de raisons insaisissables, et leurs actions sont également sous pression. Puisque le secteur privé emploie désormais la majorité des travailleurs chinois, notre espoir est que le gouvernement poursuive l'objectif de protéger les travailleurs et les consommateurs plutôt que de détruire les sociétés privées entrepreneuriales, qui sont de plus en plus essentielles à la croissance économique.

En Amérique, autre région critique de la stratégie, les résultats du premier trimestre de nos positions ont été quasiment tous très satisfaisants. Les positions de longue date dans **Intuitive Surgical** et **Pool Corporation** se sont particulièrement distinguées à cet égard. L'engouement pour les piscines aux États-Unis ne se dément pas, tandis que **Intuitive Surgical**, qui fabrique les robots chirurgicaux Da Vinci, s'est fortement redressée dans l'espoir d'une nouvelle reprise des opérations non essentielles, à mesure que la pandémie de Covid s'estompe. **DocuSign**, le premier fournisseur de services de signature électronique, a annoncé un chiffre d'affaires du premier trimestre de 469 millions de dollars, soit 58% de plus qu'il y a un an, les marges brutes s'étant également améliorées pour atteindre 78%. La société, qui compte aujourd'hui près d'un million de clients, et des centaines de millions d'utilisateurs dans plus de 180 pays, a donné des indications prospectives optimistes et, sans surprise sans doute, le titre a progressé de 38,6% sur le seul mois de juin, atteignant un nouveau plus haut pour l'année en cours. **SiTime**, qui produit des composants de chronométrage en silicium utilisés dans les appareils électroniques, et qui deviennent rapidement la nouvelle norme pour l'industrie, s'est également distinguée. La société a annoncé la signature d'un nouveau contrat majeur et bien qu'elle reste de taille restreinte, cette entreprise solide semble désormais jouir d'une position de plus en plus forte sur le marché. **Axon Enterprises**, le fabricant des Tasers et des caméras piétons utilisées par les policiers et les agents de sécurité, a également repris des couleurs avec un gain de 25%. La saison des conférences dédiées aux investisseurs est en cours aux États-Unis et l'optimisme affiché par la société s'est traduit par le rehaussement des recommandations de différents courtiers. Il semble également que la campagne ridicule visant à réduire le financement des forces de police aux États-Unis s'essouffle, pour des raisons évidentes, campagne qui pour certains investisseurs semblait constituer une menace pesant sur le titre. Enfin, **Dexcom**, notre position de longue date très rentable dans le domaine du diabète, s'est également redressé avec une hausse de 15,6% en juin. Le titre est resté stable et décevant ces douze derniers mois, en amont du lancement d'un nouveau dispositif plus perfectionné de surveillance de la glycémie dans le courant de cette année, et la société continue d'étudier les façons d'accéder au marché du diabète de type 2, non insulino-dépendant, qui représente une énorme opportunité.

Nous entamons le troisième trimestre en bien meilleure posture. Les sociétés de notre portefeuille affichent de très bons résultats, les marchés semblent moins vulnérables et les valeurs de croissance retrouvent leur attrait¹. Les rendements obligataires repartent à la baisse, et nous pensons effectivement que les craintes inflationnistes sont infondées. Ces derniers mois ont en fait été marqués par la pression exercée sur une chaîne d'approvisionnement contrainte par la demande croissante, entraînant des goulets d'étranglement et une hausse des prix. Nous pensons que lorsque ces déséquilibres seront corrigés, les pressions inflationnistes se dissiperont et nous restons convaincus que bon nombre des secteurs des services en ligne et du commerce électronique, devenus si essentiels l'an dernier, resteront des secteurs clés pour l'avenir.

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 2021

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.
