



Lettre du Gestionnaire 3^e Trimestre 2021

Andrew Dalrymple

Les lecteurs réguliers savent qu'après un très bon début d'année et une excellente année 2020, le sentiment du marché s'est retourné contre les valeurs de croissance à la mi-février, les investisseurs ayant vendu les gagnants de la pandémie de Covid au profit de titres qui devraient bénéficier d'un retour à la normalité. Par conséquent, les valeurs industrielles, minières, du secteur de l'énergie et les banques ont connu une période très profitable, ces dernières bénéficiant notamment d'une hausse des rendements obligataires et des craintes d'une pression inflationniste qui entraînerait une hausse des taux d'intérêt.

Cette dynamique s'est poursuivie jusqu'au milieu de l'année et, s'est récemment très largement inversée, de sorte que les valeurs de croissance sont revenues au premier plan au cours des trois derniers mois. Bien que la stratégie n'ait pas connu un trimestre particulièrement profitable, il semble que les choses aillent de nouveau dans le bon sens.

Le mois de juillet a été difficile, avec une sous-performance marginale largement imputable aux mauvaises conditions de marché en Chine, où la stratégie était encore très exposée. L'assaut désormais très médiatisé du gouvernement chinois contre le secteur de l'enseignement privé ainsi que les menaces de réglementation des principales sociétés de services en ligne, ont provoqué une onde de choc sur le marché. Environ 16% des enfants chinois bénéficient d'une forme de soutien scolaire après l'école, et ce secteur connaît une croissance supérieure à 30% depuis trois ans. Il existe de nombreux prestataires qui utilisent des installations physiques mais proposent également des services en ligne, et compte tenu de la grande priorité accordée par les parents chinois à l'éducation, nous avons toujours considéré qu'il s'agissait de l'une des opportunités de croissance les plus sûres et les meilleures qui soient. Mais ce service est coûteux et source d'inégalités, et le gouvernement a maintenant décrété qu'il ne peut être fourni qu'à titre non lucratif. Toutes les grandes sociétés cotées du secteur sont tombées à des niveaux proches de leur valeur de liquidation, la plupart étant en baisse de plus de 90% par rapport aux sommets qu'elles avaient atteints pas plus tard qu'au mois de février. La stratégie détenait **New Oriental Education**, la société d'éducation la plus importante et la plus réputée jusqu'au mois de mai, moment où des rumeurs de durcissement de la réglementation ont provoqué la chute du titre. Bien que la position ait été vendue avec un bénéfice, nous l'avons abandonnée avec regret. Notre sortie s'est révélée providentielle.

La raison pour laquelle nous abordons cette question, qui n'a pas eu d'impact direct sur la stratégie ce trimestre, est que le gouvernement chinois ne semble pas vouloir s'arrêter à l'éducation. Il a proféré des menaces voilées sur les jeux, récemment qualifiés « d'opium spirituel », et semble vouloir réglementer les principaux fournisseurs de services en ligne. Le résultat est que **Tencent** (jeux) et **Meituan** (livraison de repas), deux de nos positions les plus importantes, ont été directement pénalisées par ces déclarations, ont connu quelques semaines très difficiles et ont reculé de respectivement 18% et 33% en juillet. Sans surprise, l'ensemble du marché chinois s'est retrouvé sous une très forte pression, l'indice MSCI China étant en baisse de 14,1% ce mois-là.

De façon peu satisfaisante, puisqu'il n'est jamais agréable de vendre lorsque les prix baissent, nous nous sommes séparés de **NIU** (scooters électriques), **Wuliangye** (alcool) et **Bilibili** (contenu Internet), les deux derniers avec un bénéfice convenable. Mais tout en étant conscients des opportunités que cette correction a pu révéler, nous pensons qu'il faudra du temps avant que la tension ne retombe sur le marché chinois. Nous avons utilisé le produit de ces ventes pour prendre une nouvelle position dans **Hellofresh**, la société de livraison de paniers-repas par abonnement en ligne, et pour renforcer certaines positions américaines.

En revanche, les positions américaines de la stratégie se sont portées à merveille au mois de juillet, et nombre d'entre elles ont apporté une excellente contribution. La nouvelle position **Align Technology** (Invisalign) a progressé de 14% après la publication de résultats exceptionnels au deuxième trimestre au cours duquel la société a enregistré pour la première fois un chiffre d'affaires de 1 milliard \$. **Dexcom** (diabète) a gagné 21% après la publication des chiffres du deuxième trimestre nettement supérieurs aux prévisions, tandis que le chiffre d'affaires d'**Alphabet**, la maison mère de Google, a progressé de 62% au deuxième trimestre, avec un résultat net en hausse de 196%. L'action n'a augmenté que de 10% à la suite de cette annonce.

En Europe, le fabricant suédois de casques de protection **MIPS** a progressé de 24% après à l'annonce de son chiffre du deuxième trimestre, tandis que **Sinch** (messagerie mobile) qui était sous pression ces derniers mois a regagné la totalité du terrain perdu après des résultats encourageants, en hausse de 21%.

En conclusion, la stratégie a connu un excellent mois d'août. Cette surperformance s'explique par des mouvements spectaculaires des certains titres en particulier, le plus spectaculaire d'entre eux étant **SiTime** en Amérique. Ce fabricant de composants de chronométrage en silicium a publié d'excellents résultats au deuxième trimestre. Ses ventes ont augmenté de 107% et ses marges se sont nettement améliorées. Face à de nombreux concurrents de l'entreprise qui font face à une pénurie de puces, **SiTime** dispose d'un meilleur accès à l'approvisionnement, ce qui lui a permis d'accéder à de nouveaux marchés, notamment dans les secteurs industriel et automobile, ce qui lui aurait pris des années dans d'autres circonstances. Ces mêmes pénuries permettent également à l'entreprise d'augmenter ses prix, ce qui contribue aux gains de marge. Le titre a progressé de 57% au mois d'août et, comme il s'agissait d'une position de près de 4%, cette augmentation a eu un effet significatif sur la progression.

Sprout Social, acheté en juillet, a progressé de 37% après la publication de ses résultats. La société qui fournit des logiciels qui aident les entreprises à surveiller et à gérer leur engagement sur les réseaux sociaux ainsi qu'à générer des « leads » a annoncé une accélération de la croissance de son chiffre d'affaires à 42%, un nombre record de nouveaux clients et leur seuil de rentabilité atteint pour la première fois ce trimestre. La société a également fourni des prévisions optimistes.

Staar Surgical a également affiché d'excellents résultats. La société produit des lentilles artificielles qui sont insérées par une chirurgie oculaire peu invasive pour améliorer la vision et traiter la cataracte et le glaucome. Les chiffres du deuxième trimestre ont fait état d'un chiffre d'affaires en hausse de 77% et de bénéfices nettement supérieurs aux attentes. La majorité du chiffre d'affaires de la société est réalisé en Asie, notamment en Chine, mais celle-ci devrait obtenir l'approbation de ses produits pour le marché américain au quatrième trimestre. Compte tenu de ces bonnes nouvelles sans équivoque, le titre a progressé de 21%.

La plupart des autres positions américaines de la stratégie ont enregistré des gains solides en août, presque invariablement à la suite de résultats très encourageants. **NVIDIA** a progressé de 15%, tandis qu'**Alphabet** et **Adobe** ont tous deux gagné environ 7%. La seule ombre sur le tableau américain par ailleurs irréprochable, a été **Zoom** dont les chiffres, bien qu'extrêmement bons, n'ont pas enthousiasmé le marché, ce qui s'est traduit par une baisse du titre de 23%.

En Asie, **Sea Ltd**, la première plateforme d'e-commerce en Asie du Sud-Est, a de nouveau publié des résultats trimestriels exceptionnels. La valeur brute des marchandises a augmenté de 88%, le taux d'utilisation ayant augmenté de 0,3% pour s'établir à 6%. La société est encore déficitaire, car elle continue d'investir pour croître, mais comme il s'agit de la position la plus importante de la stratégie, sa progression de 23% a été la bienvenue.

En Europe, les meilleures performances ont été enregistrées par la messagerie suédoise **Sinch**, qui a gagné 11%, tandis qu'**Ashtead** (location d'équipements), **MIPS** (casques de protection) et **Sika** (matériaux de construction) ont tous enregistré des gains solides à un chiffre. L'ensemble de ces gains ont généralement été réalisés à la suite d'annonces de bénéfices positifs.

Jusqu'à la dernière semaine du mois, septembre a été une « saison des brumes et de la fécondité tamisée », comme elle est censée l'être (formulation en référence au poète John Keats). Les marchés ont été d'humeur bienveillante, la période s'est révélée rentable pour la stratégie, qui a réalisé de solides progrès. Mais les derniers jours du mois ont été marqués par de nouvelles craintes d'inflation et par une Réserve fédérale d'humeur plus agressive, ce qui a

provoqué une hausse des rendements obligataires, entraînant une correction des actions. Comme toujours, les valeurs de croissance ont été les plus affectées.

Nous avons déploré le manque d'informations importantes sur les entreprises, car nous étions en dehors de la période des résultats, mais les nouvelles concernant les problèmes d'Evergrande en Chine ont été exceptionnellement défavorables, et ont jeté une ombre sur les poursuites en Asie. Les répercussions de son défaut de paiement vont continuer à se faire sentir et la question est de savoir qui d'autre sera entraîné dans sa chute. Mais il est peu probable qu'il s'agisse du seul promoteur chinois à faire faillite, et à mesure que les choses se dénoueront, il y aura sans doute des dégâts considérables dans le secteur financier, en particulier dans les petites banques et dans le monde trouble du « shadow banking ». Heureusement, l'exposition de la stratégie à la Chine est désormais relativement faible (8%) à la suite de plusieurs ventes et de l'évolution du marché, mais certains signes indiquent une diminution de la pression à la vente. Le torrent de mauvaises nouvelles a été incessant depuis que la réglementation et l'ingérence du gouvernement ont commencé au début de l'été. De nombreuses actions ont baissé de moitié et les valorisations sont maintenant assez attrayantes. Si le sentiment en Chine continue de se détériorer, nous ne serions pas surpris d'assister à un assouplissement de la part de la Banque de Chine afin d'atténuer le ralentissement, ce qui est tout à fait en son pouvoir. Nous sommes donc plus enclins à renforcer nos positions existantes en cas de nouvel accès de faiblesse, alors que nous entrons dans le quatrième trimestre.

La partie américaine de la stratégie a également été très mitigée en septembre. Le fabricant d'implants intraoculaires **Staar Surgical** a perdu 16,8%, effaçant l'essentiel des progrès réalisés en août, alors que **DocuSign** a cédé 13% et **Shopify** 11%. Aucune de ces sociétés n'a publié de nouvelles importantes. En revanche, **Adobe** a annoncé des chiffres pour le troisième trimestre qui font état d'un chiffre d'affaires en hausse de 22% et d'un bénéfice par action en hausse de 29%. Malheureusement, les prévisions n'ont pas été remarquables et le titre a perdu 13%. À l'autre extrémité de l'échelle, le fabricant d'imprimantes de très grande taille utilisées dans l'industrie textile **Kornit Digital** a progressé de 11%, tandis qu'**Upstart Holdings** qui vend des logiciels permettant d'évaluer la solvabilité des clients aux établissements financiers a progressé de 38%, suite au rehaussement des recommandations de différents brokers.

Le bilan en Europe est à peu près le même, la plupart des positions ayant enregistré de belles progressions jusqu'à la dernière semaine du mois, et toutes, à l'exception de la nouvelle position **PVA Tepla**, l'un des principaux fournisseurs de systèmes pour le secteur des semi-conducteurs, ont terminé le mois en baisse.

À court terme, la stabilité et l'orientation des marchés seront largement dictées par les prix des matières premières et les rendements obligataires. La volatilité s'est poursuivie début octobre. Les problèmes logistiques mondiaux sont un véritable enjeu, mais n'entraîneront pas selon nous de problèmes à long terme. En outre, la saison des résultats du troisième trimestre aux États-Unis arrive à grands pas, et promet d'être une période chargée et intéressante. Mais la stratégie continuera d'investir dans des sociétés bien financées et bien gérées qui, à notre avis, généreront d'excellents résultats à moyen et long terme¹.

¹ Pas de garantie de performance ou de résultat

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 septembre 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.
