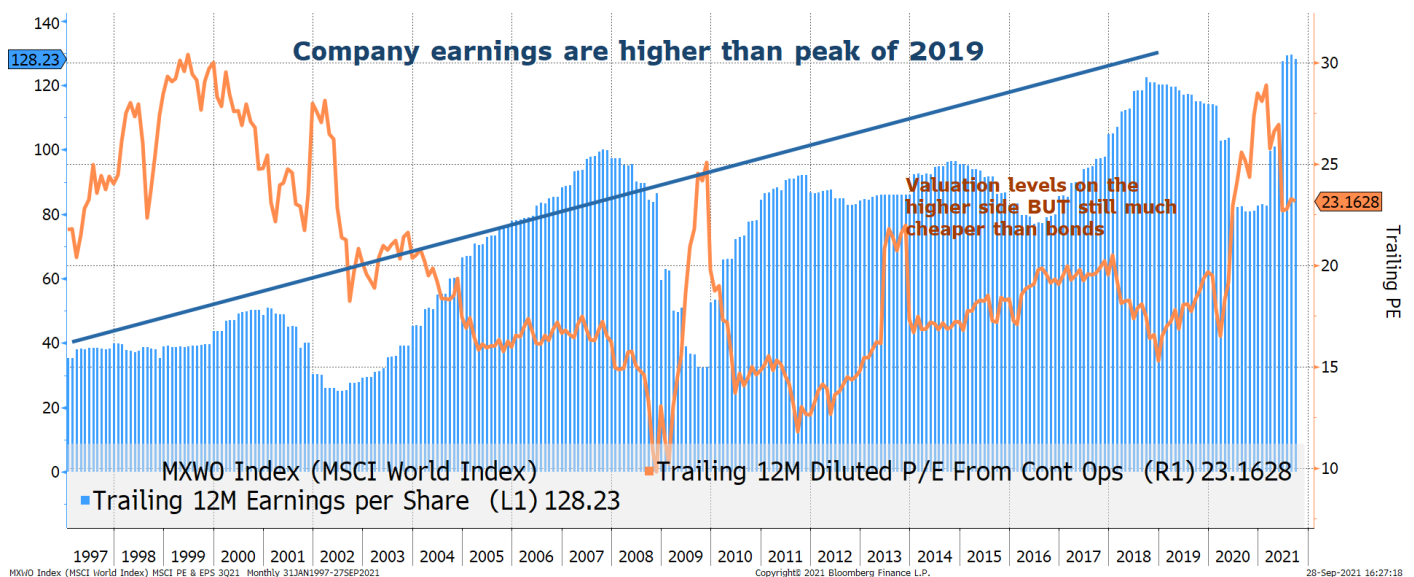




*Jacques Berghmans*

## 1. Contexte économique et environnement de marché

À l'heure où j'écris ces lignes, j'ai le plaisir d'informer nos clients que les bourses mondiales sont en pleine forme. L'indice MSCI All Countries World est 20% au-dessus de son pic de 2019 avant la pandémie de Covid-19. Même si une partie de la performance est attribuable à la hausse des multiples de valorisation, les bénéfices des entreprises du monde entier ont dépassé la plupart des attentes et les résultats cumulés des sociétés sont supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie. Comme on peut l'observer sur le graphique ci-dessous, le bénéfice par action (en bleu) a fortement rebondi depuis le début de l'année, et le multiple de valorisation, le PER dilué sur 12 mois (en orange) est plus bas qu'il y a six mois. Les bourses mondiales ne sont pas vraiment bon marché et les multiples de valorisation restent supérieurs à leur moyenne sur les dix dernières années, mais les ratios cours/bénéfices mondiaux sont en deçà de leur pic de 2000. Le monde de l'investissement a également beaucoup évolué depuis 2000, avec des taux d'intérêt mondiaux proches de 0 et une dette publique mondiale proche de ou nettement supérieure à 100% du PIB pour grand nombre de pays (Italie, États-Unis, Japon, etc.). Par conséquent, nous pensons que les banques centrales ne pourront que relever leurs taux d'intérêt de manière très prudente, même en cas d'accélération de l'inflation, et ce, afin de ne pas créer de problèmes de refinancement pour les gouvernements nationaux fortement endettés. Cette situation unique nous laisse à penser que les marchés actions mondiaux pourraient afficher des multiples de valorisation relativement élevés pendant longtemps<sup>1</sup>.

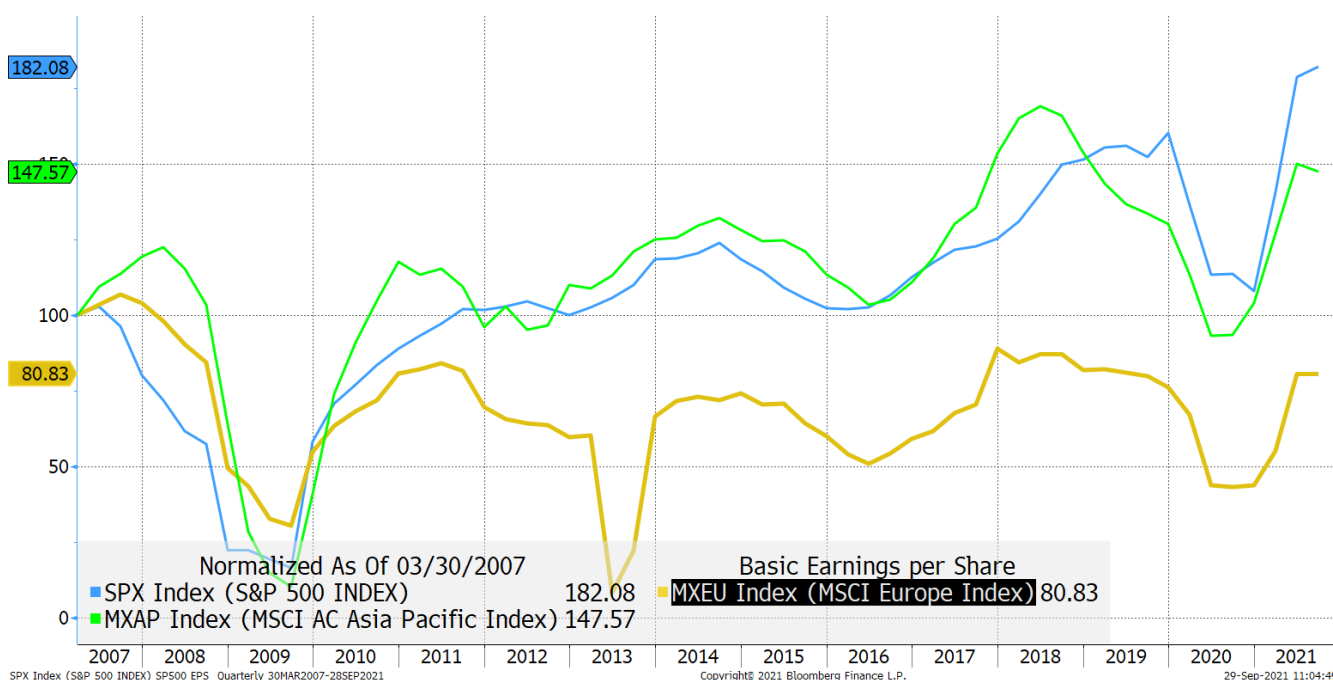


Si les multiples de valorisation peuvent résister, l'autre moteur majeur de la performance des marchés actions mondiaux est la croissance des bénéfices. Nous ne sommes pas en mesure de promettre que les bénéfices

<sup>1</sup> Pas de garantie de résultat ou de performance

continueront à augmenter au même rythme historique, mais nous avons de bonnes raisons d'être optimistes sur le **long terme**.

Si l'on se penche sur les trois grandes régions du monde pour les investisseurs en actions, l'Asie, les États-Unis et l'Europe, on constate que les bénéfices ont rebondi partout, même si certains marchés se portent mieux que d'autres. Les bénéfices des entreprises du S&P 500 (en bleu) ont fortement rebondi et sont supérieurs à leur pic de 2019. Les bénéfices de celles du MSCI Asia (en vert) affichaient une tendance baissière avant la pandémie, mais ils ont rebondi pour s'établir au-delà de leur niveau d'avant la pandémie, sans toutefois dépasser leur pic de 2018. En Europe, les bénéfices (en jaune) ont rebondi plus tard que les autres marchés et même si la tendance à court terme est favorable, les résultats cumulés du MSCI Europe restent inférieurs de 20% à leur pic de 2007. Au cours des 15 dernières années, les bénéfices des entreprises mondiales ont augmenté, mais il s'agit en grande partie d'un phénomène américain et les autres régions du monde sont restées en retrait. Un rattrapage plus rapide de la croissance des bénéfices en Asie et en Europe pourrait constituer la prochaine étape de la croissance des bénéfices et stimuler celle-ci à l'échelle mondiale<sup>1</sup>.



Évolution des bénéfices par action de base en Europe, aux États-Unis et en Asie – Source : Bloomberg

Les marchés actions américains restent la composante la plus importante des marchés actions internationaux, la région représentant entre 50% et 60% des places boursières mondiales. Selon le consensus Bloomberg, les analystes estiment que les bénéfices du S&P 500 augmenteront de 23% en glissement annuel sur les douze prochains mois avant de ralentir à un niveau proche de 5%. Compte tenu de l'effet de base élevé, les bénéfices des entreprises américaines ne devraient pas croître de manière exponentielle, mais une croissance stable associée à une nouvelle reprise en Asie, ainsi qu'en Europe, pourrait soutenir les bénéfices à l'échelle mondiale, tout comme le marché boursier<sup>1</sup>.

Ces dix dernières années, la poche la plus importante de création de valeur sur le marché boursier a été la croissance massive des services Internet partout dans le monde<sup>2</sup>. Bien qu'un grand nombre de personnes utilisent ces services, seules quelques entreprises, la plupart étant chinoises ou américaines, s'adjugent la majorité des clients. Cette tendance s'est particulièrement consolidée durant la pandémie et, en juin 2021, cinq sociétés – Apple, Facebook, Amazon, Microsoft et Google/Alphabet – représentaient 20% de la capitalisation boursière totale du S&P 500<sup>3</sup>. En Chine, Tencent et Alibaba capturent également une part importante des services Internet et ont représenté des investissements extrêmement performants au cours de la dernière décennie. Même si nous reconnaissons la qualité de ces sociétés, nous sommes quelque peu inquiets de payer les multiples de valorisation les plus élevés pour des

<sup>2</sup> Indice MSCI World Information Technology (USD), performance cumulée de l'indice : <https://www.msci.com/documents/10199/69aaf9fd-d91d-4505-a877-4b1ad70ee855>

<sup>3</sup> <https://www.marketwatch.com/story/the-s-p-500-now-is-top-heavy-in-5-big-tech-stocks-but-that-alone-wont-end-this-bull-market-11623187957>

actions susceptibles d'avoir atteint un pic en termes de marges et de croissance du chiffre d'affaires. Compte tenu de la forte pondération des valeurs technologiques dans les indices, nous avons décidé, en fin d'année dernière, de lancer une nouvelle stratégie axée sur les actions sous-évaluées appelée « Dogs of the Dow », qui constituera progressivement une partie de notre solution d'investissement proposée aux clients. Il s'agit d'une stratégie indiciaire consistant à acheter une position égale dans les dix sociétés offrant le rendement du dividende le plus élevé de l'indice Dow Jones Industrial et à les conserver pendant 12 mois jusqu'à la prochaine révision. La stratégie affiche un excellent historique de performance à long terme<sup>4</sup>, générant un rendement total annuel de 9,5% depuis 2000, contre 8,4% pour le Dow Jones, et nous pensons que ses perspectives restent favorables compte tenu des caractéristiques actuelles des marchés actions mondiaux. En outre, en achetant des actions à haut rendement, elle évite les valeurs technologiques relativement chères.

Comme vous le savez certainement, l'actualité quotidienne ne manque pas concernant la hausse alarmante des prix du gaz, les goulets d'étranglement de l'offre et d'autres hausses des prix qui pourraient se traduire par une forte accélération de l'inflation. Dans notre dernière lettre, nous avons beaucoup parlé des causes de l'inflation, de la possibilité que celle-ci soit temporaire et de la capacité du marché actions à offrir une certaine protection contre la hausse rapide des prix. Afin de ne pas ennuyer nos lecteurs, je ne m'épancherai pas de nouveau sur la question. Je voudrais simplement résumer que les actions offrent une meilleure protection contre l'inflation que les obligations et que les bénéfices des entreprises ont tendance à être protégés de l'inflation à long terme.

En conclusion, nous restons convaincus que l'approche de TreeTop axée sur les marchés **actions mondiaux**, combinant un **fonds indiciaire à faible coût** et quelques **portefeuilles gérés activement** par des **gérants expérimentés** disposant d'un excellent historique de performance, devrait continuer à porter ses fruits pour nos clients. Dans la mesure où le monde est enfin totalement rouvert après deux ans de mesures de confinement partiel ou total, nous serions ravis de vous accueillir dans nos bureaux pour vous présenter notre stratégie de manière plus approfondie.

## 2. Nos convictions

Notre stratégie d'investissement a également connu une bonne année jusqu'à maintenant, portée par l'excellente performance de **CHINASOFT**, **ASHTAD**, **UNITED RENTALS**, **BANK NORWEGIAN** (anciennement **NORWEGIAN FINANCE**) et **ZOPLUS**. Le seul véritable frein à la performance a été **VIPSHOP HOLDING**, la plupart des positions ayant contribué à notre performance ou n'ayant affiché que de faibles pertes. Fait intéressant, l'un de nos investissements les plus performants a concerné un titre chinois, alors que le marché dans son ensemble a fortement souffert du durcissement de la réglementation relative à la nouvelle économie par les autorités et des craintes d'un éventuel éclatement de la bulle immobilière en Chine. Notre investissement dans **CHINASOFT** montre que tant que vous achetez une entreprise solide, qui a très peu de lien avec le parti communiste, vous pouvez générer d'excellents rendements dans le pays. Nous sommes toutefois attentifs, car la Chine traverse à la fois une transition politique importante, le président Xi Jinping étant susceptible de rester au pouvoir au cours des deux prochaines années, ainsi qu'une transition économique, dans la mesure où son économie privilégie désormais la consommation et les services au détriment des investissements (immobilier, infrastructures).

**CHINASOFT** a débuté en tant que sous-traitant du géant technologique chinois Huawei, avant de devenir progressivement un fournisseur informatique pour d'autres grandes entreprises comme HSBC, mais aussi pour des agences gouvernementales locales. Nous avons investi dans le titre lors de l'un de nos derniers voyages en Chine, après avoir rencontré l'équipe dirigeante. Le titre venait de connaître un certain repli en raison du ralentissement de l'activité de sous-traitance de Huawei et du développement de nouvelles lignes d'activité pour atteindre le palier suivant de sa croissance. Nous jugions la société attractive, car son titre se négociait à des multiples de valorisation raisonnables, contrairement à la plupart des valeurs du secteur des logiciels, et affichait encore un potentiel de croissance important. Nous sommes ravis que notre thèse d'investissement ait dépassé nos attentes, la société ayant

---

<sup>4</sup> <https://www.investopedia.com/terms/d/dogsofthedow.asp>

gagné un certain nombre de nouveaux clients et projets et presque doublé son chiffre d'affaires et son bénéfice net entre 2017 et 2021. Bien que plus cher qu'il y a quelques années, le titre se négocie toujours à un multiple du ratio cours/bénéfices prévisionnel de 20x, avec un potentiel de croissance à deux chiffres des bénéfices<sup>1</sup>.

Les deux principaux contributeurs à la performance depuis le début de l'année, **BANK NORWEGIAN** et **ZOOPLUS**, ont été la cible d'acquisition de la part des banques et des fonds de 'private equity'. **ZOOPLUS**, l'un des principaux vendeurs en ligne de produits pour animaux domestiques, a été certes particulièrement volatil, mais n'en a pas moins constitué un excellent investissement, le titre ayant d'abord reculé en raison d'un ralentissement de la croissance, avant de rebondir très fortement dès le début de la pandémie. Notre thèse d'investissement au moment où nous avons acheté cette position reposait sur le fait que **ZOOPLUS**, société spécialisée dans le commerce en ligne, pouvait offrir davantage de valeur et un meilleur service que les généralistes du commerce en ligne comme Amazon et les détaillants ayant une présence physique. La pandémie a considérablement accéléré la croissance de **ZOOPLUS**, les gens ayant acheté plus d'animaux de compagnie tout en devant faire face à la fermeture des magasins traditionnels. Un certain nombre de fonds de type 'private equity' ont pris conscience de cette tendance et se ruent désormais sur les actions de la société. La position dans **BANK NORWEGIAN**, l'un des principaux établissements de crédit à la consommation en ligne dans les pays nordiques, n'a pas été aussi porteuse, car la pandémie a créé des risques de crédit pour certains ménages, tout en réduisant la demande de crédit pour d'autres. Dans ces circonstances exceptionnelles, la société a effectivement enregistré des chiffres satisfaisants, témoignant ainsi de sa flexibilité. Malheureusement, pour les actionnaires publics, une autre banque, **NORDAX**, a estimé que la faiblesse du cours de l'action représentait là une opportunité d'acheter une excellente entreprise avec une décote. Nous avons publiquement remis en cause le niveau excessivement bas du prix de l'offre, en particulier par rapport aux fintechs déficitaires ailleurs dans le monde. Le PDG de **BANK NORWEGIAN** a également démissionné, en raison de son désaccord avec le prix de rachat et la stratégie pour la société. Nous avons toutefois pu obtenir une offre légèrement meilleure mais aucun autre acheteur n'a rejoint le processus de rachat. Nous pouvons néanmoins nous consoler dans le fait que le titre a enregistré une excellente performance cette année, ce qui nous permet de libérer du capital pour de nouvelles idées.

**VIPSHOP HOLDING**, l'un des principaux détaillants chinois de prêt-à-porter en ligne, a finalement affiché l'une de nos plus mauvaises performances en 2021 après un début d'année exceptionnel. Certes, la société a publié des résultats financiers satisfaisants, mais elle a d'abord été pénalisée par la fermeture d'Archegos Capital, l'un de ses principaux actionnaires, mais aussi la détérioration du sentiment à l'égard des sociétés chinoises de commerce en ligne. La société a également décidé d'investir davantage en faveur de sa croissance, ce qui aura un impact sur ses marges à court terme et n'a pas vraiment été bien accueilli par les investisseurs dans cet environnement difficile. Bien que la performance du titre soit particulièrement décevante, les fondamentaux financiers restent solides et nous maintenons une petite position. Nous attendons que la situation se stabilise et pourrions être amenés à accroître la taille de la position en cas d'accélération de la dynamique.

Nos deux investissements dans des sociétés de location d'équipements aux États-Unis, **UNITED RENTALS** et **ASHTREAD** ont poursuivi leur forte reprise après avoir atteint un plus bas durant la pandémie et s'inscrivent désormais à des sommets historiques. Nous détenons ces entreprises depuis plusieurs années maintenant, tout au long de quelques cycles économiques, et nous sommes impressionnés par la résilience dont elles font preuve lors des périodes de ralentissement. Ces sociétés sont l'exemple même de ce que nous recherchons lorsque nous investissons dans un titre. Elles s'appuient sur d'excellents modèles économiques avec un rendement du capital élevé sur de longues périodes. La combinaison d'effets de réseau et d'échelle, de marchés potentiels importants et en croissance, et de l'excellente exécution ont permis à ces deux sociétés de réinvestir avec succès leurs capitaux, de manière organique et par le biais d'acquisitions, pour accroître leurs bénéfices. Entre 2012 et 2021, le bénéfice par action de **UNITED RENTALS** a augmenté de plus de 7x, tandis que celui d'**ASHTREAD** a connu une hausse de près de 10x ! Le dernier ingrédient d'un investissement véritablement réussi concerne l'incompréhension du marché quant à la qualité de l'entreprise ainsi qu'un changement progressif de perception vis-à-vis de celle-ci. **UNITED RENTALS** et **ASHTREAD** ont longtemps été considérés comme des entreprises hautement cycliques et se négociaient donc à des multiples de valorisation faibles. Bien que cela soit vrai dans une certaine mesure, le marché dans son ensemble n'a pas pleinement saisi le caractère contracyclique des flux de trésorerie, ainsi que le meilleur contrôle des prix des deux sociétés. Le problème des entreprises véritablement cycliques, comme les équipementiers automobiles traditionnels ou les

compagnies aériennes, réside dans le fait qu'ils brûlent énormément de liquidités lors d'une crise économique, ce qui crée toutes sortes de problèmes. Au fil des années, **UNITED RENTALS** et **ASHTREAD** ont affiné leur modèle économique afin de réduire significativement les dépenses d'investissement aux premiers signes d'une crise. Un secteur plus consolidé et une transition vers la location d'équipements plus spécialisés ont également permis aux deux sociétés d'avoir un meilleur contrôle sur les prix, protégeant ainsi les flux de trésorerie et les bénéfices en cas de ralentissement. Tous ces éléments combinés se sont traduits par des bénéfices beaucoup plus stables et une revalorisation progressive du titre.

En conclusion, nous sommes ravis pour nos clients que le marché et notre stratégie aient enregistré d'excellents résultats<sup>5</sup> depuis le début de l'année. Bien que des incertitudes persistent quant à l'évolution de la conjoncture économique, je n'ai jamais connu de perspectives parfaites en quarante ans de carrière. Il est essentiel de garder à l'esprit que chaque tempête finit par se calmer et qu'il ne faut pas succomber à la peur (ventes en panique sur les marchés boursiers) ou à l'euphorie (investissement à effet de levier) lorsque l'on investit sur le marché actions.

Tous mes vœux de réussite dans vos investissements. N'hésitez pas à nous contacter en cas de question.

---

*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 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.*

---

<sup>5</sup> Les performances passées ne préjugent en aucune manière des performances futures. Pas de garantie de résultat ou de performance.