



## Lettre du Gestionnaire 1<sup>er</sup> Trimestre 2024

*Andrew Dalrymple*

La stratégie a enregistré un excellent début d'année. Depuis le creux atteint en octobre dernier, les marchés se sont nettement redressés.

### Résultats du premier trimestre 2024

#### Amérique

L'année a très bien commencé pour les positions de la stratégie en Amérique, la saison des résultats des entreprises ayant débuté mi-janvier. Celle-ci s'est montrée très favorable, confirmant que la correction du marché ces deux dernières années était due à un ajustement des valorisations lié à la hausse des taux sans risque, plutôt qu'à une détérioration des résultats d'exploitation des entreprises américaines. En effet, environ 80% des entreprises qui ont publié leurs résultats pour 2023 ont dépassé les prévisions du consensus. Ce niveau est très similaire à celui constaté lors de la publication des résultats très positifs du troisième trimestre l'an dernier, et comme à l'époque, cela a eu un effet tout aussi bénéfique sur les actions. Parmi les positions américaines, **Progressive Corp** (assurance) a fait état d'une hausse de 27,7% de son chiffre d'affaires, tandis qu'**Alphabet** (Google) a rendu compte d'une croissance de son chiffre d'affaires de 13,5% et d'une hausse de 49,3% de ses bénéfices. **Mastercard** a vu son chiffre d'affaires progresser de 12,9% et ses bénéfices de 18,5%, tandis que **Parker Hannifin** (industrie) a enregistré une hausse de 64% de ses bénéfices. L'engouement pour les semi-conducteurs et les valeurs technologiques se confirme : **Nvidia** a gagné 24,2% rien qu'en janvier, tandis que **Vertiv Holdings** et **Meta Platforms** ont progressé de 17,4% et 10,2%. Bien que **Dexcom**, **Axon Enterprises** et **AeroVironment** aient légèrement reculé, le mois de janvier a été extrêmement porteur pour les actions américaines, qui représentent environ 60% de la stratégie.

La stratégie a connu un mois de février exceptionnel et, une fois de plus, les positions américaines ont été les plus performantes. **Nvidia** (semi-conducteurs destinés à l'IA) a publié des résultats étonnamment bons ainsi que des perspectives positives, et le titre a progressé de 28% rien qu'en février. (À la fin du trimestre, le titre était en hausse de 82,4%). **UBER**, une nouvelle position cette année, a également enregistré une très forte hausse après la publication de ses résultats, qui ont fait état d'une croissance de 18% de son chiffre d'affaires, portée par près de 9,5 milliards de trajets de passagers dans le monde. (Lors d'un déplacement en Amérique début mars, j'ai été très impressionné par la manière dont **UBER** semble avoir largement supplanté l'industrie traditionnelle du taxi). **Comfort Systems**, spécialiste de l'installation et de la maintenance de systèmes de refroidissement pour les grands locaux industriels, a également connu un mois exceptionnel. Le titre figure dans la stratégie depuis environ un an, et son cours a doublé durant cette période. Le mois de février a également été marqué par la très forte progression de **Vertiv Holdings** suite à l'annonce de ses résultats. **Vertiv** est spécialisé des systèmes de refroidissement pour les centres de données, et le moment était donc bien choisi pour être exposé au secteur du refroidissement. **Meta Platforms** (Facebook), **Parker Hannifin** (industrie) et **Broadcom** (semi-conducteurs) ont également apporté une contribution appréciable.

La progression en mars a été satisfaisante mais moins spectaculaire, entravée par les résultats légèrement décevants de **Braze** et de **Jabil Systems**, dont les titres se sont repliés, très nettement dans le cas du premier. **Braze**, qui fournit des logiciels utilisés pour améliorer l'engagement des clients auprès des détaillants, qui s'appuient sur des applications et des plateformes en ligne, reste légèrement déficitaire mais est très bien capitalisé. La perte du premier trimestre a été légèrement plus élevée que prévu et le titre a chuté de 22,1%. Par contre, les résultats d'**AeroVironment**, sans

doute le fabricant de drones le plus sophistiqué au monde, ont propulsé le titre à un plus haut historique. Le titre a fait l'objet de prises de bénéfices et s'est replié par rapport à ses plus hauts, mais a tout de même clôturé le mois en hausse de 20,8% après l'annonce par le groupe d'une hausse de 39% de son chiffre d'affaires au troisième trimestre, tandis que le carnet de commandes est resté extrêmement solide. **Nvidia** a également connu un excellent mois avec une hausse de 13,9%, tandis que **Cintas**, leader du marché de la location d'uniformes et des fournitures de bureau, a publié de très bons résultats pour le troisième trimestre. Le chiffre d'affaires a progressé de 9,9% et les marges ont fortement augmenté, entraînant une hausse de 22% des bénéfices. La société a communiqué des prévisions très encourageantes pour l'année à venir et, sans surprise, le titre a progressé de 9,2%. **Progressive Corp.**, l'un des plus grands spécialistes de l'assurance automobile en Amérique, a également publié de très bons résultats en février, avec une diminution significative des pertes liées aux activités stratégiques dans le secteur automobile et une nette amélioration des bénéfices. Enfin, **Autozone**, **Booking Holdings** et **Comfort Systems** ont enregistré des gains conséquents et ont ainsi contribué de manière satisfaisante à la performance globale en mars.

## Asie

Mi-2023, les positions en Chine ont toutes été vendues au profit de quatre positions en Inde constituant environ 15% de la stratégie, ce qui représente désormais l'intégralité de l'exposition asiatique. Fait important, cette décision s'est avérée extrêmement judicieuse durant le second semestre 2023 et est restée très bénéfique au premier trimestre de cette année. Le mois de janvier a été marqué par la publication généralisée de résultats d'entreprises, qui ont confirmé la situation favorable de l'Inde. Le gouvernement Modi, au pouvoir depuis 2014, a apporté des changements majeurs, avec une unification fiscale entre États, des progrès considérables dans l'électrification des zones rurales et une expansion massive des autoroutes, des aéroports et des ports maritimes. La stratégie détient deux valeurs immobilières, **DLF** et **Godrej Properties**, deux des plus grands promoteurs immobiliers indiens. Le gouvernement Modi a rationalisé le secteur, en éliminant les acteurs marginaux et douteux, ce qui a grandement profité aux utilisateurs finaux, mais a aussi largement aidé les acteurs les plus établis. La stratégie détient également **Apollo Hospitals**, le plus grand prestataire privé de soins de santé en Inde. **Apollo** possède ou exploite 71 hôpitaux en Inde ainsi qu'une vaste chaîne de pharmacies, et nous pensons que les opportunités dans ce domaine sont exceptionnelles. Enfin, la participation dans **Zomato** a également été un énorme succès. L'entreprise gère une activité de livraison de repas, à l'instar de Just Eat ou Uber Eats, mais elle s'appuiera de plus en plus sur sa plateforme pour fournir d'autres services en ligne, ce qui en fait sans doute la principale opportunité dans le secteur du commerce électronique en Inde. L'Inde devient rapidement « connectée » et les smartphones sont désormais une priorité d'achat, avec 860 millions d'abonnés à des services de données. Ces quatre valeurs ont largement contribué à la performance globale et nous restons convaincus que le marché indien continuera à prospérer<sup>1</sup>. Des élections législatives auront lieu en avril et en mai et, l'Inde connaissant une période de forte croissance économique, cela constitue un atout majeur pour la campagne de réélection du Premier ministre Narendra Modi.

## Europe

Les positions européennes ont également enregistré des performances remarquables au premier trimestre. **Novo Nordisk** continue de bénéficier de ses médicaments amaigrissants, désormais largement adoptés comme traitement de l'obésité, et qui sont également à la mode dans certains milieux. Les ventes de médicaments contre l'obésité ont triplé ces cinq dernières années et dopent considérablement la principale activité de production d'insuline de l'entreprise. Le titre a connu un trimestre favorable avec une hausse d'un peu plus de 25% au cours des trois premiers mois de l'année.

Bien que techniquement un constructeur automobile, **Ferrari** est souvent considérée comme une marque de luxe sur roues compte tenu de l'héritage, de la hausse des prix des modèles existants et de la liste d'attente des acheteurs potentiels. En 2023, le chiffre d'affaires a augmenté de 17% à près de 6 milliards d'euros, le bénéfice net a augmenté de plus de 30% à plus de 1,25 milliard d'euros, tandis que les livraisons de voitures ont légèrement augmenté (+3%). Les clients recherchent de plus en plus des prestations haut de gamme, ce qui soutient les prix de vente des voitures, les marges bénéficiaires et le cours de l'action, qui a bondi de 20% en février après la publication des résultats du

---

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

groupe et clôturé le trimestre en hausse de 32,4%. Il s'agit d'une société stratégique depuis près d'un an et sa valeur a presque doublé au cours de cette période.

**ASM International** et **Inficon** représentent le reste de l'exposition de 15% de la stratégie à l'Europe, et ces deux titres ont eux aussi réalisé un beau parcours, avec des hausses respectives de 22,4% et 9,3%. Les valeurs des semi-conducteurs ont connu une période exceptionnelle dans le monde entier, grâce à l'essor de l'intelligence artificielle. Les deux sociétés fournissent des équipements de différents types pour améliorer et faciliter la fabrication de semi-conducteurs et ont donc bénéficié de cet enthousiasme.

## Perspectives

Les marchés restent focalisés sur les chiffres de l'inflation et les déclarations de la Réserve fédérale concernant l'orientation des taux d'intérêt, mais lors d'un voyage en Amérique en mars, j'ai pu constater que les entreprises sont en très bonne santé et que leurs actions se comportent extrêmement bien. Les taux d'intérêt ont été peu voire pas évoqués dans les présentations ou les réunions des entreprises auxquelles j'ai assisté, pour la simple raison que, comparativement, peu d'entreprises présentent des montants importants de dette et que la plupart d'entre elles génèrent de grandes quantités de liquidités. Les dernières statistiques économiques, telles que les enquêtes ISM et les statistiques sur l'emploi, ont été positives, tandis que les pressions inflationnistes restent modérées. Un déplacement aux États-Unis est généralement un bon moyen de « faire le plein » en termes d'investissement, et j'en ai tiré bon nombre de nouvelles idées intéressantes, outre le fait d'avoir pu confirmer les très belles perspectives de plusieurs des sociétés de la stratégie.

Dans le même temps, en Asie, nous restons très positifs vis-à-vis de l'Inde. En revanche, tout en restant attentifs aux opportunités, nous ne voyons aucune raison de modifier notre opinion négative à l'égard de la Chine. L'Europe est désavantagée par une réglementation plus stricte, notamment sur les questions environnementales, et par une hausse des prix de l'énergie. Nous ne sommes pas enclins à donner la priorité à cette région, mais nous devrions être en mesure d'identifier les entreprises les plus performantes et de tirer parti des bonnes opportunités.

Enfin, et à moins bien sûr d'un nouveau conflit mondial ou d'une escalade d'une situation existante, nous sommes fermement convaincus que l'inflation cessera d'être un problème au cours des six prochains mois. Les prix des matières premières, à l'exception du pétrole, continuent de baisser et nous pensons qu'avec son modèle économique basé sur un secteur immobilier en berne, la Chine continuera de fabriquer et d'exporter des biens à des prix toujours plus bas, une tendance déjà bien établie, notamment en ce qui concerne les panneaux solaires, les éoliennes et l'électroménager. La désinflation ou la déflation semble être une réelle possibilité, mais avant que ce risque ne se concrétise, les marchés devraient selon nous continuer à progresser<sup>1</sup>. Jusqu'à présent, les gains les plus importants se sont limités aux plus grandes valeurs et nous pensons que les marchés devraient s'améliorer sensiblement à mesure de l'accélération de la reprise économique.

---

*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 28 mars 2024*

---

*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.*

---