



Lettre du Gestionnaire 3^e Trimestre 2024

Andrew Dalrymple

Résultats du troisième trimestre 2024

La performance de la stratégie a été très positive aussi bien sur l'ensemble du trimestre que depuis le début de l'année, surpassant nettement celle de l'indice MSCI World.

La stratégie étant désormais très engagée aux États-Unis, il semble opportun de commencer par ce pays. Le marché américain est extrêmement solide cette année, avec une hausse de 20,8 % de l'indice S&P 500 fin septembre. Malgré quelques périodes de volatilité importante, la stratégie « buy and hold » s'est révélée payante et le taux de rotation du portefeuille est très limité depuis le début de l'année.

Le marché américain a commencé le trimestre sur un rythme très soutenu, mais a clôturé le mois de juillet sur une note négative, suite à une forte correction des valeurs technologiques et d'autres valeurs de croissance, principalement en raison de prises de bénéfices avant la période de publication des résultats du deuxième trimestre. Toutefois les annonces de résultats de plusieurs sociétés de la stratégie ont prouvé que cette nervosité était injustifiée. **Progressive** (assurance) a publié des chiffres particulièrement positifs, marqués par une croissance des nouvelles primes de 22 % supérieure aux attentes, qui s'est traduite par une forte hausse des résultats. L'adoption croissante de la dernière version du dispositif chirurgical robotisé Da Vinci et la forte croissance des procédures ont constitué les points saillants, **Intuitive Surgical** ayant publié d'excellents résultats. D'une fiabilité étonnante, **Cintas** (location d'uniformes) a de nouveau publié de très bons résultats à la clôture de son exercice financier. Le chiffre d'affaires a progressé de 8,3 %, mais les marges ont été nettement plus élevées, ce qui s'est traduit par des prévisions de bénéfices largement supérieures aux attentes. L'action a réagi très favorablement et a fortement progressé. **Comfort Systems**, l'un des principaux installateurs américains de systèmes de chauffage, ventilation et climatisation (CVC), a également publié des résultats impressionnants, supérieurs aux estimations sur tous les fronts, et sans surprise, le titre a réagi très positivement. **Arista** et **Vertiv**, respectivement leaders de la mise en réseau des centres de données et des solutions de refroidissement pour les centres de données, ont tous deux annoncé d'excellents résultats trimestriels. Toutefois, **Vertiv** a affiché des prévisions prudentes, tandis que des inquiétudes concernant la concurrence ont été soulevées pour **Arista**, ce qui a entraîné la baisse des deux titres.

Le processus s'est poursuivi en août, avec les résultats solides au deuxième trimestre de nos positions américaines, qui ont propulsé certaines actions vers de nouveaux sommets et apaisé les craintes d'une récession aux États-Unis. **Axon**, le fabricant de tasers et de caméras corporelles, a fait état d'un trimestre exceptionnel, avec une croissance de son chiffre d'affaires de 35 %, grâce à la montée en puissance de sa nouvelle offre de logiciels. **SharkNinja** a balayé les craintes d'un ralentissement de la consommation aux États-Unis, en dépassant les prévisions de chiffre d'affaires de près de 15 %. Les nouvelles gammes de produits continuent d'alimenter une nouvelle phase de croissance pour l'entreprise, dont les dernières offres dans les soins capillaires, les ventilateurs et les purificateurs d'air dépassent les attentes. Les résultats de nos valeurs technologiques ont également été encourageants. **Uber** a enregistré une croissance de 14 % de ses utilisateurs actifs mensuels et réalisé 2,77 milliards de voyages. Après un premier trimestre décevant, la plateforme d'apprentissage des langues en ligne **Duolingo** a renoué avec la croissance à la faveur d'un rebond, en affichant 103,6 millions d'utilisateurs actifs mensuels et 8 millions d'abonnés payants, soit des résultats largement au-delà des attentes. Toutefois, le fait marquant du mois a été l'annonce des résultats de **Nvidia**, une valeur de référence pour le développement de l'IA ces dernières années. Malgré l'annonce d'une croissance de 122 % de son

chiffre d'affaires, l'entreprise américaine n'a pas été à la hauteur des attentes ambitieuses des investisseurs, qui s'inquiètent des retards de la gamme de produits de nouvelle génération. Le titre, qui s'est inscrit en baisse après la publication des résultats, a effacé la majeure partie de ses pertes à la fin du mois et réalise malgré tout une année exceptionnelle.

Le mois de septembre a été beaucoup plus calme et l'actualité des entreprises a été relativement limitée, seules deux positions ayant publié des chiffres. Ils se sont révélés tous extrêmement satisfaisants et sont à mettre au compte d'**AeroVironment** (drones) et de **Broadcom** (semi-conducteurs). **AeroVironment** a enregistré un premier trimestre solide, avec des ventes en hausse de 24 %. En juillet, l'entreprise a annoncé un contrat de 990 millions de dollars avec l'armée américaine, qui a ensuite été contesté par un fabricant concurrent, entraînant une forte correction du titre. Ces résultats, ainsi que la confirmation du contrat, ont rassuré le marché. Les résultats de **Broadcom** au troisième trimestre ont été accueillis sans enthousiasme malgré des résultats supérieurs aux attentes. Le fabricant de puces s'est toutefois bien repris à la faveur du redressement du marché et a clôturé le mois largement en tête. Plusieurs autres positions américaines ont enregistré des performances solides en septembre, le marché ayant bénéficié de la baisse de 0,5 % des taux d'intérêt de la Réserve fédérale. Les rumeurs de récession se sont nettement dissipées et l'inflation s'oriente également dans la bonne direction. Pour l'instant, nous pensons que le marché américain reste très porteur.

L'Inde, qui a représenté environ 15 % de la stratégie sur la majeure partie de l'année, a largement contribué à la surperformance. Les quatre positions ont enregistré un trimestre satisfaisant dans une actualité des entreprises dominée par les résultats du premier trimestre. **Zomato** et **Bharti Airtel** ont tous deux enregistré d'excellents résultats, qui ont tiré les deux titres à la hausse. **Zomato** s'est bien comporté dans les deux principaux segments, la livraison de produits alimentaires ayant progressé de 10 % et le Quick Commerce (commerce rapide) de 22 %, soutenu par l'ajout de 113 magasins qui sont venus renforcer sa présence. **Bharti Airtel** a enregistré une forte rentabilité avec d'importantes opportunités de croissance et a constaté une adoption accrue de son offre de haut débit. **Avenue Supermarts** a publié des chiffres très solides au premier trimestre, avec des ventes en hausse de 18,6 %. Les actions ont poursuivi leur progression solide, quoique peu spectaculaire, tandis que **Bharti Airtel** et **Zomato** ont fortement progressé.

Toutefois, le fait marquant du trimestre a été une expédition d'investissement extrêmement fructueuse en Inde. Il était impossible de ne pas conclure que les conditions commerciales y sont exceptionnelles. Le pays est pressé et, grâce au soutien apporté par les réformes du gouvernement Modi, la croissance s'accélère et les dirigeants les plus avisés capitalisent sur les opportunités disponibles. **Bharti Airtel**, aujourd'hui le premier opérateur de téléphonie mobile du pays, connaît une explosion de la demande de connectivité, que ce soit via les smartphones ou le haut débit aux foyers et aux entreprises. Le pays se connecte avec une rapidité déconcertante et le téléphone mobile est de plus en plus une nécessité. **Zomato** a été une position extrêmement rentable l'année dernière. La société, qui a commencé comme une activité de livraison de repas, s'est rapidement développée vers le « Quick Commerce » (commerce rapide), avec la mise en place de petits magasins approvisionnés en produits du quotidien. Ceux-ci sont commandés en ligne et livrés en quelques minutes par des flottes de petites motos. Il s'agit déjà d'un énorme succès et son potentiel de croissance paraît considérable. Enfin, une réunion avec **Godrej Properties** a confirmé que le marché de l'immobilier résidentiel est en excellente santé, et même si une baisse importante des taux d'intérêt n'est pas à l'ordre du jour, la demande et l'accessibilité restent bonnes.

Enfin, en Europe, qui a représenté environ 15 % de la stratégie sur la majeure partie du trimestre, **ASM International**, le fabricant néerlandais d'équipements de fabrication de semi-conducteurs, a été rattrapé par la correction mondiale des valeurs technologiques et la position a été vendue en juillet, malgré l'annonce de chiffres très honorables au deuxième trimestre et un carnet de commandes très solide. **Novo Nordisk**, qui a publié des chiffres trimestriels satisfaisants, n'a guère fait l'objet d'annonces significatives, bien que les inquiétudes concernant les contraintes de prix et de capacités de son médicament phare pour la perte de poids, Wegovy, soient de plus en plus vives. En conséquence, et après trois années de bonheur sans nuage et de forte rentabilité, la position a été vendue. Les résultats du deuxième trimestre de **Ferrari** ont fortement contrasté avec les tendances négatives généralisées dans le secteur du luxe. La société a fait état d'excellentes ventes pour ses nouveaux modèles, avec une hausse des expéditions de 3 % et un chiffre d'affaires en hausse de 16 %. Les investisseurs ont été clairement encouragés par le résultat et le titre s'est inscrit en forte hausse en août, après s'être maintenu sur une trajectoire stable au cours des trois mois précédents. **Rheinmetall** reste l'un des principaux bénéficiaires de la hausse des dépenses de défense en Allemagne et dans le monde. Le groupe allemand, dont les résultats sont ressortis largement en ligne, a confirmé ses

prévisions de chiffre d'affaires, qui devrait atteindre 10 milliards d'euros cette année. Le titre a peu évolué au cours du trimestre.

Perspectives

Dans l'ensemble, le trimestre s'est donc révélé satisfaisant et, jusqu'à présent, l'année est exceptionnellement encourageante. Nous restons optimistes quant aux perspectives des marchés américain et indien et espérons pouvoir annoncer une fin d'année réussie en janvier. Cela dit, plusieurs questions importantes vont se poser d'ici là, notamment celle de l'élection américaine. Nous doutons que cela ait un impact significatif, mais il semble que le marché commence à anticiper une victoire de Donald Trump. Les données d'inflation devront également être surveillées de près. Nous espérons qu'elle restera modérée et qu'elle donnera lieu à de nouvelles baisses des taux d'intérêt. Toutefois, plus important encore, la nouvelle saison de publication des résultats trimestriels, qui bat déjà son plein aux États-Unis, devrait donner aux investisseurs des gages sur la santé de l'économie américaine, des entreprises américaines et plus particulièrement des positions américaines de la stratégie.

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 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.
