



Lettre du Gestionnaire 4^e Trimestre 2024

Andrew Dalrymple

Résultats du quatrième trimestre 2024

La stratégie a connu un excellent trimestre qui est venu clôturer une année très réussie, marquée par une très forte hausse de la performance et une surperformance considérable par rapport à l'indice MSCI World, utilisé pour mesurer notre performance. Comme c'est souvent le cas, les rendements ont été principalement générés au premier et au dernier trimestre de l'année. Ce fut particulièrement le cas en 2024, le quatrième trimestre de l'année étant parmi les meilleurs que nous n'ayons jamais enregistrés.

Au troisième trimestre, les résultats des entreprises américaines ont dominé l'actualité en octobre et ont donné le ton habituel. **Quanta Services**, l'un des principaux fournisseurs d'électricité américains, a publié des chiffres très satisfaisants et relevé ses prévisions futures, tandis que **Vertiv**, spécialiste des systèmes de refroidissement pour centres de données, a publié des résultats supérieurs aux attentes. **Intuitive Surgical**, leader mondial des systèmes chirurgicaux robotisés, continue d'être extrêmement efficace, avec 379 systèmes Da Vinci supplémentaires au troisième trimestre, portant la base installée à 9 539 unités dans le monde. Les bénéfices ont progressé de 26 % et la société dispose d'une solide santé financière, avec 8,3 milliards de dollars de trésorerie au bilan. **Comfort Systems**, fabricant de systèmes de chauffage et de climatisation, a publié des résultats inférieurs aux attentes, malgré l'annonce d'une croissance de 31 % de son chiffre d'affaires. Toutefois, les marges se sont améliorées et la société affiche un carnet de commandes équivalent à près d'un an de chiffre d'affaires. **Clean Harbors**, la plus grande entreprise américaine d'élimination de déchets dangereux, a publié des résultats décevants en raison de la cyclicité de son activité de recyclage du pétrole, bien que son activité principale de services environnementaux soit restée très solide. **Netflix** a publié de très bons chiffres qui ont apaisé les craintes de désabonnements suite aux modifications apportées aux offres. La société a gagné 5,1 millions d'abonnés, principalement en dehors des États-Unis. Enfin, **Construction Partners** (construction de routes) et **Booking Holdings** (voyages) ont progressé de plus de 10 %. **Booking** a fait état d'une croissance de 8 % du trafic, qui s'est traduite par une amélioration de 16 % du bénéfice par action. De son côté, **Construction Partners** a annoncé l'acquisition de Lone Star Paving, basée au Texas, tout en confirmant les perspectives positives de la société.

L'Inde, qui a été une destination d'investissement très fructueuse toute l'année, a connu un ralentissement en octobre. La saison de publication des résultats du deuxième trimestre a également débuté en octobre, et les résultats ont été solides sans pour autant être spectaculaires. En outre, de nombreuses nouvelles émissions ont été lancées sur le marché, réduisant ainsi la liquidité, tandis que les investisseurs étrangers ont vendu l'Inde au profit de la Chine. **Bharti Airtel** a publié des résultats solides, affectés néanmoins par des éléments exceptionnels et des problèmes de change. Son chiffre d'affaires est malgré tout ressorti légèrement supérieur aux attentes. **Zomato** (commerce en ligne) a publié des résultats mitigés qui illustrent la vigueur continue de la croissance de son chiffre d'affaires, avec toutefois une certaine pression sur les marges. Son chiffre d'affaires a augmenté de 68 %, principalement porté par un phénomène exceptionnel et typiquement indien, le Quick Commerce.

En Europe, une nouvelle position a été initiée sur **Prysmian**, un leader mondial de la conception, de la fabrication et de la fourniture de câbles et systèmes pour l'industrie électrique et des télécommunications. Cotée en Italie, mais présente dans 50 pays, la société devrait enregistrer une croissance de son chiffre d'affaires d'environ 15 % l'année

prochaine, avec des bénéfices en progression d'au moins 20 %. Selon nous, le titre, qui affiche une valorisation très raisonnable, est l'un des principaux bénéficiaires de l'obsession pour les énergies « vertes » coûteuses et inefficaces.

En novembre, un marché boursier américain en grande forme a inscrit une très nette envolée, galvanisé par l'élection de Donald Trump sur la promesse de réduire les dépenses publiques et la réglementation, et de promouvoir les intérêts américains. En outre, la fin de la saison de publication des résultats a été porteuse de bonnes nouvelles, avec les très bons chiffres trimestriels de plusieurs entreprises américaines. **Duolingo** (apprentissage des langues) a publié des résultats solides, supérieurs aux prévisions, qui ont incité les analystes à réviser à la hausse leurs estimations. **Arista Networks** a publié de bons résultats pour son troisième trimestre. Bien que le chiffre d'affaires ait progressé de 20 % et que les marges aient fortement augmenté, la société a légèrement revu à la baisse ses prévisions futures, ce qui a freiné les investisseurs. À l'inverse, les résultats de **Spotify** ont été moins bons que prévu. Toutefois, la société a publié des prévisions très positives pour l'ensemble de l'année, les abonnés premium ayant dépassé les attentes, et les coûts d'exploitation ayant diminué. Le titre a bien réagi à cette nouvelle, en progressant de 23,7 %. **Axon Enterprises** a néanmoins signé de loin les meilleurs résultats. Le fabricant de Tasers et de caméras piétons utilisés par la police et les forces de sécurité a publié d'excellents résultats pour le troisième trimestre, avec des bénéfices supérieurs de 21 % aux attentes. Le carnet de commandes reste extrêmement solide, avec une demande de l'étranger en hausse de 40 %. Compte tenu de ces excellentes perspectives, le titre a clôturé le mois en hausse de 52,8 %. **Netflix**, **Vertiv**, **Quanta Services** et **ServiceNow** ont tous apporté des contributions très importantes à la performance de la stratégie.

Bien que l'élection de Donald Trump puisse mettre un terme à la guerre en Ukraine, elle risque également d'imposer aux pays européens une charge plus lourde en matière de dépenses de défense. Dans ce contexte et étant donné ses résultats solides au troisième trimestre, le titre **Rheinmetall** a progressé de 31 % en novembre. Le chiffre d'affaires devrait dépasser 10 milliards d'euros cette année et le carnet de commandes aurait, semble-t-il, atteint 60 milliards d'euros, grâce à une demande très élevée pour les munitions et les systèmes de véhicules. **Ferrari** a publié des résultats mitigés, largement en ligne avec les prévisions. La faiblesse de Hong Kong, de Taïwan et de la Chine est un problème, et le fait que la direction se soit contentée de réitérer ses prévisions existantes a déçu le marché.

En Asie, **Meituan** (commerce électronique, services), la seule position de la stratégie en Chine, a reculé en novembre sur fond de repli du marché. L'Inde a également connu un mois calme, en l'absence d'évolution significative du marché. Il s'agit néanmoins d'une tendance encourageante étant donné les résultats relativement décevants du deuxième trimestre et les derniers chiffres médiocres du PIB. Un certain nombre de levées de fonds ont également eu lieu, ce qui a drainé la liquidité du marché. La participation de la stratégie dans **Bharti Airtel** est restée quasiment inchangée, malgré le gain de 15,7 % du titre **Zomato**. Une nouvelle position a été prise sur **Sea Ltd**, l'opérateur dominant du marché du commerce électronique dont l'activité couvre l'Asie du Sud-Est. Le titre a bien démarré.

Le mois de décembre a été globalement moins porteur et l'actualité des entreprises a été très limitée. Sans surprise, après deux mois aussi solides, des prises de profits sont intervenues, provoquant un léger repli de la stratégie et des marchés boursiers. Toutefois, sur l'ensemble de l'année, le résultat a été extrêmement satisfaisant et confirme à quel point la patience est une vertu essentielle en matière d'investissement, la stratégie clôturant l'année seulement 13 % en dessous des plus hauts atteints fin 2021 avant l'invasion de l'Ukraine et l'apparition de l'inflation.

En effet, nous avons été particulièrement chanceux en 2024. Un très grand nombre d'entreprises ont apporté des contributions importantes et aucune n'a freiné la performance de manière significative. En outre, au risque de mélanger les métaphores, en 2024, nous avons eu le vent en poupe et toutes les étoiles étaient alignées, ce qui signifie que toute l'année, l'allocation d'actifs géographique est restée globalement inchangée, avec environ 70 % de la stratégie dédiée à l'Amérique, 15 % à l'Europe et 15 % à l'Inde.

Beaucoup de commentaires ont été faits sur la concentration des rendements aux États-Unis autour des « Sept Magnifiques »¹, qui sont tous des noms bien connus du secteur technologique. Cela dit, bien que nous ayons investi dans **Nvidia**, **Meta** et **Alphabet** cette année, nous avons trouvé des titres très intéressants dans un certain nombre de secteurs. **Comfort Systems**, spécialiste de l'installation de systèmes de climatisation et de ventilation, a doublé en 2024, tout comme **Vertiv**, **Axon Enterprises** (Tasers) et **Broadcom** (semi-conducteurs). Des contributions très importantes sont venues d'**Intuitive Surgical**, leader mondial des dispositifs chirurgicaux robotisés, de **Netflix**, de **Spotify**, de **Duolingo**, de **Cintas** (location d'uniformes) et de **Construction Partners**, qui construit des routes. Les moins bonnes performances sont à mettre au compte de **Dexcom**, qui fabrique des appareils de surveillance de la glycémie en continu pour les diabétiques, qui a chuté suite à des problèmes de chaîne d'approvisionnement, et de **Vertex Pharmaceuticals**, dont le dernier médicament antidouleur n'a pas répondu aux attentes. Toutefois, ni l'un ni l'autre n'ont eu un impact très substantiel.

L'Inde a joué un rôle extrêmement utile, avec des positions stratégiques dans **Godrej Properties**, l'un des principaux promoteurs immobiliers indiens, **Bharti Airtel** le plus grand opérateur de téléphonie mobile, et **Zomato**, qui est passé de la livraison de repas à la livraison de produits alimentaires, et qui est rapidement devenu l'acteur dominant du secteur. Tous ces titres ont apporté une contribution très positive à la stratégie. Notre visite en Inde en septembre a été extrêmement encourageante et, bien que le pays soit souvent cité comme un marché très cher, nous pensons qu'il présente un environnement opérationnel particulièrement compliqué, souvent fermé à la concurrence étrangère, et que par conséquent, les acteurs historiques sont dans une position extrêmement solide pour tirer parti des opportunités de croissance exceptionnelles.

Perspectives

Bien que l'enthousiasme pour les actions américaines reste toujours aussi vif à la suite de l'élection et malgré de légers signes de surchauffe du marché, rares sont les autres régions qui suscitent autant d'optimisme de notre part. Nous restons réservés à l'égard de l'Europe, déjà confrontée à une forte imposition et à des dépenses publiques élevées, sources de dissensions au sein des gouvernements. Les trois positions que nous détenons en Europe se sont toutes bien comportées, et nous en avons d'autres en ligne de mire. Toutefois, il est difficile de se montrer réellement enthousiaste. Comme nous l'avons dit, l'Inde semble toujours incroyablement attrayante à long terme et a connu une excellente année. Cela dit, le reste de l'Asie dépend beaucoup de la Chine, où les mesures prises par le gouvernement en septembre pour relancer l'économie n'ont été suivies que par quelques initiatives très limitées. L'accent mis sur l'Amérique et l'Inde tout au long de 2024 a été payant, et à l'heure actuelle, nous prévoyons de poursuivre cette approche.

¹ Les « Sept Magnifiques » sont un groupe de méga-capitalisations qui tirent la performance du marché en raison de leur forte pondération dans les principaux indices boursiers. Ils comprennent les valeurs suivantes : Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA, Tesla and Meta Platforms.

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 31 décembre 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.
