



## Lettre du Gestionnaire 1<sup>er</sup> Trimestre 2025

*Andrew Dalrymple*

### Résultats du premier trimestre 2025

Après un bon début d'année, les marchés boursiers mondiaux ont subi une correction début mars et ont terminé le trimestre sur une note négative, avant l'annonce de l'imposition de droits de douane par le président Trump début avril.

Le mois de janvier a été très positif, marqué par l'annonce surprise de la société chinoise DeepSeek, jusqu'ici peu connue, qui a déclaré avoir développé un produit d'IA fort acceptable à bas coût. Cela s'est immédiatement traduit par une forte baisse des actions de **Nvidia**, ainsi que d'autres liées au développement et au refroidissement de centres de données, comme **Arista Networks** et **Vertiv**. À la fin du mois, ces actions s'étaient remises des effets les plus néfastes de la correction, mais cela a envoyé un signal d'alarme à l'ensemble des sociétés américaines spécialisées dans le développement de l'intelligence artificielle.

La saison des résultats de fin d'année aux États-Unis a commencé vers la fin du mois de janvier et s'est avérée très encourageante. **Progressive Corp** (assurance), **Intuitive Surgical** (dispositifs chirurgicaux robotisés) et **Netflix** ont tous annoncé des chiffres très solides. **Netflix** a bien performé à tous niveaux, principalement en raison d'une croissance rapide du nombre d'abonnés, tandis qu'**Intuitive Surgical** a augmenté son chiffre d'affaires de 24% au quatrième trimestre, ce qui s'est traduit par des bénéfices nettement supérieurs aux prévisions. Les chiffres de **Progressive Corp** ont été largement supérieurs aux attentes, bien que les inquiétudes concernant l'assurance « catastrophes naturelles » liées aux incendies de Los Angeles aient maintenu le cours de l'action en berne. Les rapports des entreprises américaines ont continué de dominer l'actualité en février et, presque invariablement, se sont révélés très satisfaisants. **Vertiv** et **Arista Networks** ont confirmé que tout allait très bien sur le plan des centres de données, tandis qu'**Axon**, notre fournisseur héroïque de Tasers et de caméras corporelles, a annoncé que son chiffre d'affaires avait augmenté de 33% au quatrième trimestre avec un bénéfice net en hausse de 81%. **Clean Harbors**, **Martin Marietta** et **Construction Partners** ont enregistré des progrès moins spectaculaires, mais tout de même notables. **Amazon** a dévoilé des chiffres en demi-teinte, les prévisions étant jugées un peu légères. À l'inverse, **Interdigital** et **Boston Scientific** ont publié de très bons résultats, largement au-dessus des attentes et assortis de perspectives réjouissantes. La volatilité des marchés au cours des dix derniers jours de février s'est traduite par des fluctuations extrêmes des cours. Malgré leurs bons résultats, **Vertiv** et **Arista Networks** ont toutes deux subi un traitement sévère tandis qu'**Axon**, après avoir atteint un plus haut historique, a connu de fortes prises de bénéfices. **Comfort Systems**, probablement le premier installateur de systèmes CVC commerciaux du pays (chauffage et climatisation) et dont la valorisation s'avère très médiocre, a cédé du terrain, tandis que **Quanta Services**, l'un des plus grands fournisseurs d'électricité d'Amérique, s'est également replié. Ces baisses sont principalement imputables à la baisse attendue des dépenses du gouvernement américain en raison des initiatives lancées par Elon Musk. Sur une note plus optimiste, **Interdigital**, **Progressive Corp**, **Uber Technologies** et **Spotify** ont toutes fortement progressé en février.

La majeure partie de l'exposition de la stratégie à l'Asie au cours du trimestre a concerné deux positions en Inde, **Bharti Airtel** et **Zomato**, et deux sociétés du commerce électronique en Asie du Sud-Est, **Sea Ltd** et **Grab Holdings Ltd**. Ce n'est qu'au cours des dernières semaines du trimestre que nous sommes revenus sur la Chine, de manière très prudente. L'Inde s'est consolidée tout au long de la période, après avoir atteint un plus haut historique en septembre dernier. La plupart des entreprises indiennes ont clôturé l'année en mars, si bien que les résultats du troisième

trimestre ont dominé l'actualité en janvier et février. **Zomato** est le premier opérateur indien de « Quick Commerce » et, bien que la société ait publié de très bons chiffres, le niveau élevé des dépenses d'investissement, à mesure que la société étend sa présence sur le marché, a suscité des inquiétudes. **Bharti Airtel** a très bien résisté tout au long du trimestre, affichant d'excellents résultats qui permettent à la société d'accélérer fortement le remboursement de sa dette. En Asie du Sud-Est, **Sea Ltd** a publié d'excellents résultats et a figuré parmi les valeurs les plus performantes de la stratégie sur le trimestre. **Grab Holdings Ltd**, prestataire de services numériques et de mobilité, a bien démarré l'année avant que les rumeurs selon lesquelles elle serait intéressée par l'achat d'un de ses concurrents n'aient fait chuter son titre.

L'éventuelle émergence de la « paix » en Ukraine, provoquée par l'abandon de toute responsabilité et garantie par les États-Unis, a suscité un très fort engouement pour les actions européennes dans le domaine de la défense. **Rheinmetall**, présente dans la stratégie depuis près d'un an, a fortement progressé au premier trimestre, tandis que **Safran**, le fabricant français de moteurs d'avions, impliqué de manière périphérique dans la défense, a également connu un très bon trimestre. **Ferrari**, l'une des positions européennes les plus performantes en 2024, a été vendue en janvier. Au cours du trimestre, nous avons initié une position sur **VusionGroup**, le fabricant français de systèmes électroniques d'étiquetage des prix pour les détaillants. Son titre a fortement progressé après d'excellents résultats en février, avant de se replier quelque peu en mars.

## Perspectives

Le deuxième trimestre a commencé sur une note troublante, le président Trump semblant vouloir restructurer l'ensemble du système commercial mondial. Ses griefs sont fondés, car l'Amérique a toujours été la destination d'exportation la plus ouverte pour le reste du monde, tandis que des barrières douanières et commerciales restrictives ont été érigées dans de nombreuses autres régions, notamment en Chine et dans l'Union européenne. Heureusement, peut-être, les graves conséquences de cette approche se traduisent par un affaiblissement du dollar américain et une hausse des rendements des bons du Trésor, ce qui n'est ni bénéfique pour l'Amérique, ni susceptible d'avoir été anticipé par les conseillers économiques (en matière de droits de douane) du président Trump. Il s'avère également difficile de savoir si les États-Unis se sont mal sortis du statu quo actuel, étant de loin le pays le plus riche et le plus dynamique du monde, bien que aussi parmi les plus endettés. L'imprévisibilité des annonces de Donald Trump va probablement assombrir les marchés pendant un certain temps, et l'incertitude retarde et limite inévitablement les décisions d'investissement des entreprises. L'économie mondiale devrait donc ralentir au cours des prochains mois. Cependant, nous ne pensons pas que les actions américaines soient aujourd'hui particulièrement bien valorisées, en supposant qu'il n'y ait pas de baisse significative des bénéfices, et nous tablons donc provisoirement sur une stabilisation des marchés autour de ces niveaux. Cela dépendra en grande partie de la période de publication des résultats des entreprises américaines au premier trimestre, qui débutera fin avril et revêt désormais une importance encore plus grande.

---

*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 mars 2025*

---

*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.*

---