



Lettre du Gestionnaire 2^{ème} Trimestre 2025

Andrew Dalrymple

Résultats du second trimestre 2025

Comme tout le monde le sait, sauf ceux qui vivent dans une autre galaxie, ce trimestre s'est avéré mouvementé, avec une forte correction des marchés boursiers après le discours controversé sur le « Jour de la libération » prononcé par Donald Trump dans la roseraie de la Maison Blanche début avril.

Mais contrairement aux attentes, cette avalanche d'annonces de droits de douane a eu pour double effet de faire baisser le dollar américain et de provoquer une vente massive sur le marché obligataire américain, les investisseurs étrangers se débarrassant rapidement de leurs actifs américains. Heureusement, de hauts fonctionnaires plus sensés semblent avoir fait comprendre au Président qu'il fallait arrêter cette débandade. Ainsi, la mise en place des droits de douane a été suspendue pour 90 jours, et Donald Trump s'est même laissé convaincre de formuler des déclarations un peu moins agressives sur la Chine.

Par conséquent, et au fil du mois d'avril, les marchés se sont redressés de manière soutenue. Après avoir perdu plus de 11% à un moment donné, l'indice S&P 500 a clôturé le mois en baisse de seulement 0,8%. Les autres marchés mondiaux ont suivi la même tendance et se sont bien redressés, mais ont dans leur ensemble clôturé le mois en baisse. Même la Chine, la plus grande source de frustration du président américain, s'est bien redressée, bien qu'accusant une baisse de 2,3% à la fin du mois.

Dans le même temps, les résultats du premier trimestre aux États-Unis se sont avérés très encourageants. La stratégie couvre 21 positions américaines qui ont toutes publié d'excellents résultats. Les perspectives étaient un peu moins claires ou encourageantes compte tenu des incertitudes liées aux droits de douane, mais pour l'instant, nos entreprises se portent très bien. La plus performante d'entre elle a été **Netflix**, qui démontre une nette amélioration de ses marges, entraînant une hausse de 24% de son bénéfice net. Son titre a progressé de 21,9% sur le seul mois d'avril et a connu un très bon trimestre. **ServiceNow**, qui avait été sous pression pendant une bonne partie de l'année, a dissipé la morosité avec de bons chiffres et a fortement progressé, tandis que **Comfort Systems** (chauffage et ventilation), l'une de nos valeurs favorites de longue date, a bondi après la publication de ses résultats. Il y a eu tellement de résultats annoncés qu'il serait impossible de tous les mentionner, mais il convient de souligner qu'aucune de nos positions n'a enregistré de résultats décevants. **Duolingo** (apprentissage des langues), qui avait déjà réalisé une solide performance en avril, a publié d'excellents résultats pour le premier trimestre en mai. Cette société compte aujourd'hui 130 millions d'utilisateurs actifs, ce qui se traduit par une croissance du chiffre d'affaires et du bénéfice net de 37%. Le titre a gagné plus de 30% suite à cette excellente nouvelle. Comme nous avons plus que doublé notre mise en un peu plus d'un an et que le titre semblait désormais pleinement valorisé, nous avons vendu la position. Le produit de cette vente a servi à initier une position sur **Chewy**, un distributeur en ligne de produits destinés aux animaux de compagnie. Cette entreprise détient déjà une part de marché très importante, avec 80% des ventes récurrentes. La position a déjà apporté une contribution positive. L'entreprise **Axon** (tasers et caméras corporelles), extraordinairement fiable et ultra rentable, a publié de meilleurs résultats, avec un chiffre d'affaires en hausse de 31%, largement au-dessus des attentes. Les prévisions ont également été revues à la hausse et le titre a gagné 22% sur le seul mois de mai. **Quanta Services** (gestion de l'électricité) a de nouveau enregistré un trimestre très solide, au cours duquel la société a dépassé les prévisions et relevé ses prévisions. Le chiffre d'affaires a progressé de 24% tandis que le carnet de commandes a gagné 18%. Enfin, **Sharkninja**, concepteur et fabricant d'innombrables appareils

électroménagers, a rassuré le marché en publiant des résultats solides au premier trimestre. Bien qu'elle soit peut-être la plus touchée par les droits de douane puisque la majeure partie de ses produits sont fabriqués en Chine et en Asie du Sud-Est, la société a relevé ses prévisions, anticipant une croissance de son chiffre d'affaires de 10 à 12% sur l'ensemble de l'année. **Boston Scientific**, **Intuitive Surgical** et **Spotify** se sont toutes très bien portées.

À la fin du trimestre, la stratégie avait investi près de 20% en Asie. La composante la plus importante se trouve en Inde, où la saison de publication des résultats du quatrième trimestre s'est achevée sur une note très positive, avec d'excellents chiffres de **Bharti Airtel**, premier opérateur de téléphonie mobile du pays. Sur l'année, le chiffre d'affaires a progressé de 12,9%, avec un bénéfice net supérieur de 14,8%. **Bajaj Finance**, premier fournisseur de crédit à la consommation du pays, a augmenté ses ventes de 21%, tandis qu'**Interlobe Aviation**, la principale compagnie aérienne d'Inde, a largement dépassé les prévisions du consensus avec un bénéfice net en hausse de 62%, tout en continuant à accroître sa part de marché. En Asie du Sud-Est, **Sea Ltd** a fait état d'une croissance de son chiffre d'affaires de 30% au premier trimestre, ainsi que d'un taux d'utilisation accru du commerce électronique, d'un bon rebond des jeux et d'une extension rapide de la finance numérique. Dans le sillage de ce tsunami de bonnes nouvelles, le titre a fortement progressé. En Chine, **Tencent** et **Xiaomi** ont toutes deux publié de bons résultats, mais dans les deux cas, les bonnes nouvelles se reflétaient apparemment déjà dans les cours, et aucun des deux titres n'a beaucoup évolué.

Les positions couvertes par la stratégie en Europe ont toutes apporté une contribution significative. L'entreprise la plus performante a été **Rheinmetall**, qui a connu une ascension fulgurante cette année alors que la guerre infernale en Ukraine s'éternise et que les pays européens augmentent leurs budgets de défense. **VusionGroup**, le fabricant français de systèmes de tarification électronique pour les détaillants, a annoncé un nouveau contrat avec Coop au Royaume-Uni pour l'approvisionnement et l'équipement de ses 2 400 magasins. Il s'agit de la plus importante commande au Royaume-Uni à ce jour, tandis que deux autres projets pilotes sont également menés avec des distributeurs britanniques. Le titre a fortement progressé à la faveur de cette bonne nouvelle. Les deux autres positions, **Safran** et **SPIE**, ont toutes deux apporté une contribution très positive, le géant de l'électricité bénéficiant de la modernisation des infrastructures et de l'expansion des ressources énergétiques renouvelables.

Perspectives

Dans la mesure où le trimestre a été volatil, une accalmie n'aurait rien d'anormal, ni de surprenant, à l'entame de la période estivale. Mais comme nous nous y attendons cette année, la paix pourrait être brisée à tout moment par une déclaration depuis Washington ou Mar-a-Lago. Au cours du trimestre, le prix du pétrole a légèrement augmenté en raison du conflit en Iran, mais n'a pas pu maintenir ces niveaux, et continue de suivre une tendance baissière, tandis que l'or a connu un modeste ralentissement (bien qu'il reste dans une tendance haussière marquée) et que les rendements obligataires américains ont légèrement baissé récemment. Le dollar américain a continué de s'affaiblir de manière considérable, ce qui devrait être de bon augure pour les économies émergentes, car il permet un assouplissement monétaire et une liquidité accrue, tandis que la baisse des prix du pétrole s'avère extrêmement favorable aux pays en développement d'Asie. Avec environ 20% de la stratégie en Inde et en Asie du Sud-Est, nous espérons être du bon côté de cette dynamique.

Par-dessus tout, et selon nous, la stratégie est composée d'entreprises extrêmement bien établies, en forte croissance et qui ne devraient pas être vulnérables à une guerre commerciale¹. En outre, leurs valorisations restent très raisonnables et elles devraient donc se remettre rapidement de toute turbulence à court terme sur les marchés. La stratégie a connu un très bon semestre, qui intervient après une année 2024 spectaculaire. Au cours des deux dernières années, elle a largement surperformé son indice de référence, le MSCI AC World, et rattrape rapidement le terrain qui a été perdu quand l'inflation et les taux d'intérêt ont grimpé en flèche en 2022 et début 2023, provoquant ainsi un effondrement des valeurs de croissance.

¹ Pas de garantie de résultat ou de performance

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 juin 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.
