

RAPPORT ANNUEL
31.12.24

TREETOP INSTITUTIONAL

Sicav Institutionnelle de droit belge

Société Anonyme

SOMMAIRE

1 . INFORMATIONS GENERALES SUR LA SOCIETE D'INVESTISSEMENT	3
1.1 . ORGANISATION DE LA SOCIETE D'INVESTISSEMENT	3
1.2 . RAPPORT DE GESTION	4
1.2.1 . Informations aux actionnaires	4
1.2.2 . Vue d'ensemble des marchés	5
1.3 . RAPPORT DU COMMISSAIRE AU 31.12.24	10
1.4 . RESUME DES REGLES DE COMPTABILISATION ET D'EVALUATION	15
1.4.1 . Résumé des règles	15
1.4.2 . Taux de change	16
2 . INFORMATIONS SUR LE COMPARTIMENT TREETOP INSTITUTIONAL US BUYBACK EQUITY	17
2.1 . RAPPORT DE GESTION	17
2.1.1 . Date de lancement du compartiment et prix de souscription des parts	17
2.1.2 . Objectif et lignes de force de la politique de placement	17
2.1.3 . Politique suivie pendant l'exercice	18
2.1.4 . Affectations des résultats	19
2.2 . BILAN	20
2.3 . COMPTE DE RESULTATS	21
2.4 . COMPOSITION DES ACTIFS ET CHIFFRES-CLES	22
2.4.1 . Composition des actifs au 31.12.24	22
2.4.2 . Notes aux états financiers et autres informations	23

1 . INFORMATIONS GENERALES SUR LA SOCIETE D'INVESTISSEMENT

1.1 . ORGANISATION DE LA SOCIETE D'INVESTISSEMENT

Siège de la SICAV

Avenue du port 86C bte 320, 1000 Bruxelles

Date de constitution de la SICAV

24 novembre 2021

Conseil d'Administration de la SICAV

Julien Palissot, Chairman
Olivier de Vinck
Olivier Debroux

Gestionnaire externe de la SICAV

TreeTop Asset Management S.A.

Commissaire de la SICAV

Deloitte Bedrijfsrevisoren / Réviseurs d'Entreprises srl représenté par Tom Renders Gateway building Luchthaven Nationaal 1J 1930 Zaventem

Dépositaire

CACEIS BANK, une société anonyme de droit français au capital social de 1.280.677.691,03 euros, dont le siège social est sis 89 91 rue Gabriel Péri 92120 Montrouge France, immatriculée sous le numéro RCS Paris 692 024 722, CACEIS BANK agit en Belgique par l'intermédiaire de sa succursale belge, CACEIS BANK, Belgium Branch, située Avenue du Port 86C b315 à 1000 Bruxelles et inscrite au Registre des personnes morales de Bruxelles sous le numéro d'entreprise BE0539.791.736. CACEIS BANK, Belgium Branch a été désignée par l'OPCVM comme dépositaire aux termes d'un contrat de dépositaire daté du 24 novembre 2021, tel que modifié au fur et à mesure (le « Contrat de dépositaire » ou « Depositary Agreement ») conformément aux règles relatives aux OPCVM et autres dispositions légales applicables.

Délégation de l'administration de la SICAV

CACEIS Bank, Belgium Branch, Avenue du Port, 86C bte 320, 1000 Bruxelles

Liste des compartiments et des classes d'action commercialisés par la SICAV

TreeTop Institutional US Buyback Equity - classes P, I et IC.

1.2 . RAPPORT DE GESTION

1.2.1 . Informations aux actionnaires

Informations générales

TreeTop Institutional (le « Fonds ») est une société anonyme de droit belge constituée en tant que *société d'investissement à capital variable* (SICAV).

Le Fonds a été constitué le 24 novembre 2021, pour une durée illimitée, avec un capital initial de EUR 1.250.000. Les Statuts ont été publiés au *Moniteur* le 29 novembre 2021. Le Fonds est inscrit au Registre des personnes morales de Bruxelles sous le numéro 0777.729.964.

Le capital du Fonds est représenté par des actions sans valeur nominale et sera à tout moment égal au total des actifs nets du Fonds. Le capital minimum du Fonds s'élèvera à tout moment à EUR 1.200.000.

Le Fonds est enregistré auprès de l'Autorité belge des services et marchés financiers (FSMA) en tant que SICAV institutionnelle en instruments financiers et actifs liquides en vertu de la Loi belge du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires (la « Loi AIFM »), et de l'Arrêté royal du 7 décembre 2007 relatif aux organismes de placement collectif alternatifs institutionnels à nombre variable de parts qui ont pour but exclusif le placement collectif dans la catégorie d'investissements autorisés dans l'article 183, alinéa 1er, 1°, de la loi du 19 avril 2014 (l'« Arrêté royal »), tous deux tels que modifiés de temps à autre.

Le Fonds est un « Fonds d'investissement alternatif » au sens de la loi AIFM et est géré en externe par TreeTop Asset Management S.A..

Le Fonds est constitué en tant que fonds à compartiments multiples et, à ce titre, offre aux investisseurs le choix d'investir dans une gamme de plusieurs Compartiments distincts, chacun d'entre eux se rapportant à un portefeuille distinct d'actifs autorisé par la loi avec des objectifs d'investissement spécifiques, tels que décrits dans l'Annexe pertinente de l'Information Memorandum.

Le Fonds est constitué d'une seule et même entité juridique. Toutefois, les droits des actionnaires et des créanciers relatifs à un Compartiment ou résultant de la constitution, du fonctionnement et de la liquidation d'un Compartiment sont limités aux actifs de ce Compartiment et ne seront pas amalgamés avec les actifs d'un autre Compartiment.

Au 31 décembre 2024, le Fonds ne disposait que d'un seul compartiment : TreeTop Institutional US Buyback Equity (le « Compartiment »).

Informations requises par l'article 3:6 §1 du Code des sociétés et des associations

Facteurs de risque

Tableau récapitulatif des risques jugés pertinents et significatifs, tels qu'évalués par le compartiment :

Type de risque	Définition du risque	TreeTop Institutional US Buyback Equity
Risque de marché	Risque de chute de tout le marché ou d'une catégorie d'actifs pouvant affecter le prix et la valeur de l'actif en portefeuille et entraîner une baisse de la VNI.	Fort
Risque de crédit	Risque de défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie.	Faible
Risque de dénouement	Risque que le dénouement d'une opération ne s'effectue pas comme prévu dans un système de transfert donné.	Faible
Risque de liquidité	Risque qu'une position ne puisse être liquidée en temps opportun à un prix raisonnable.	Faible
Risque de change	Risque que la valeur de l'investissement soit affectée par une variation des taux de change.	Fort
Risque de conservation	Risque de perte des actifs détenus par le dépositaire du Fonds ou ses sous-dépositaires.	Faible
Risque de concentration	Risque lié à une concentration importante des investissements sur une catégorie d'actifs ou sur un marché déterminé.	Fort
Risque de performance	Risque que la performance du Fonds s'écarte significativement de la performance des grands indices de marché.	Fort
Risque de capital	Risque de perte sur le capital investi.	Fort

Risque de contrepartie	Risque de défaillance d'une contrepartie avec laquelle un instrument financier à terme a été traité.	Faible
Risque d'inflation	Risque lié à l'inflation.	Faible
Risque lié à des facteurs externes	Incertitude quant à la pérennité de certains éléments de l'environnement, comme le régime fiscal.	Moyen
Risque de durabilité	Événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance (ESG) qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur d'un ou plusieurs investissements détenus par le Fonds	Moyen

Événements importants survenus postérieurement à la clôture de l'exercice

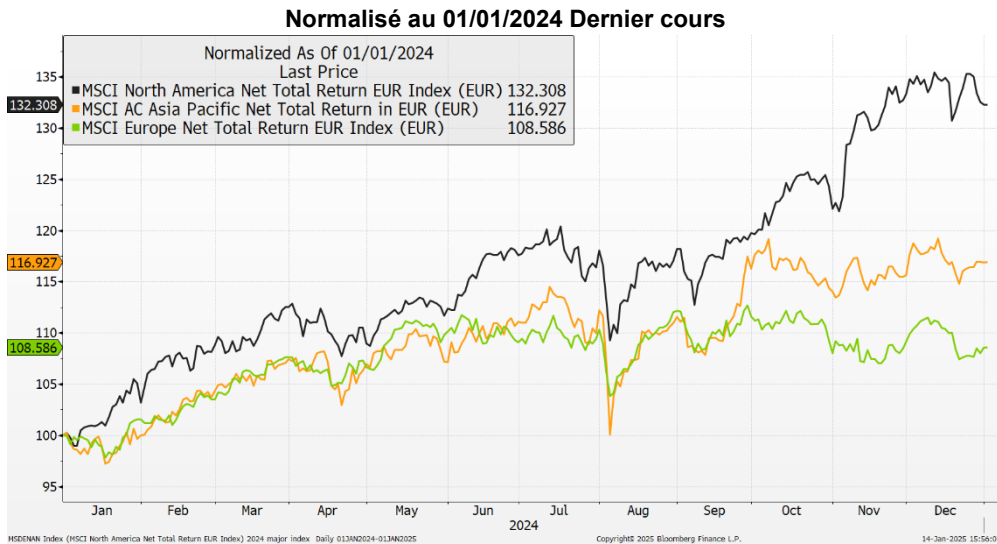
Rien à signaler.

Circonstances susceptibles d'influencer significativement l'évolution de la société

L'évolution du Fonds peut être significativement affectée par la performance du marché d'actions américain, des événements limitant l'accès du Fonds au marché d'actions américain ou une modification du traitement fiscal de l'investissement dans les SICAV RDT en Belgique.

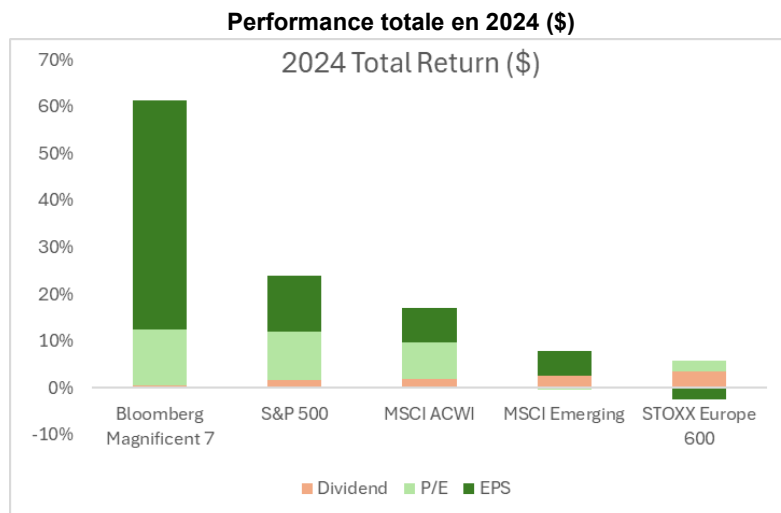
1.2.2 . Vue d'ensemble des marchés

L'année 2024 a été un nouvel excellent millésime pour les investisseurs en actions mondiales, l'indice MSCI ACWI ayant progressé d'un peu plus de 20% sur l'année. Si l'excellente performance a été largement tirée par le marché boursier américain, et en particulier par un secteur technologique en plein essor, la plupart des zones géographiques se sont bien comportées, le MSCI Europe et le MSCI Asia Pacific progressant d'environ 9% et 17% sur l'année (réinvestissement des dividendes inclus). Les meilleures performances sont à mettre au compte de l'indice NASDAQ américain, à forte intensité technologique, en hausse de près de 30% sur l'année, et du marché actions taïwanais, en hausse de plus de 40% ! Il y a toutefois eu quelques exceptions à ce tableau optimiste, la France générant une performance boursière quasi nulle cette année et la Corée du Sud accusant une baisse d'un peu moins de 10%.



Graphique 1 Source Bloomberg

Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, l'essentiel de cette bonne performance a été porté par la croissance des bénéfices (en vert foncé) mais aussi par la réévaluation des multiples de valorisation (en vert clair), en particulier le marché américain.



Graphique 2 Source Bloomberg

Trois tendances majeures ont influencé les marchés actions mondiaux au cours de l'année écoulée. Tout d'abord, après une stabilisation de l'inflation dans le monde occidental en 2023, l'inflation a fortement reculé en 2024, permettant à la banque centrale américaine (« FED ») et à la banque centrale européenne (« BCE ») d'abaisser les taux d'intérêt à plusieurs reprises. Deuxièmement, deux transformations technologiques majeures ont dopé les performances des actions mondiales : l'adoption massive de médicaments contre l'obésité (Ozempic, Wegovy...) par les patients aux États-Unis et, dans une moindre mesure dans le reste du monde, et la nette accélération des investissements dans l'intelligence artificielle (« IA »). La troisième et dernière tendance majeure à avoir affecté les marchés actions mondiaux a été l'instabilité politique et économique en Europe et la victoire de Donald Trump à la présidentielle des États-Unis.

L'une des évolutions les plus marquantes de 2024 sur le plan économique a été la baisse de l'inflation en Europe et aux États-Unis, permettant aux banques centrales d'entamer des baisses de taux. Une inflation élevée est problématique quelle que soit l'économie car elle détruit l'épargne, amenuise la confiance dans l'économie et rend la planification économique difficile pour les entreprises, les ménages et les gouvernements. Compte tenu des dangers macroéconomiques d'une inflation élevée, une banque centrale bien gérée tentera toujours de combattre cette inflation, avant qu'elle ne dérape. L'inflation peut en effet s'auto-alimenter et laisser une économie en grande difficulté, si elle n'est pas maîtrisée (exemple de l'Allemagne avant la Seconde Guerre mondiale ou de l'Argentine plus récemment). Malheureusement, les banques centrales ont peu d'outils à leur disposition et s'appuient principalement sur des hausses de taux d'intérêt qui, bien qu'elles parviennent généralement à lutter contre les prix, peuvent avoir des retombées indésirables. Si nous étions médecins, nous pourrions dire que l'inflation s'assimile à un « cancer » économique et que relever les taux d'intérêt s'apparente à une « chimiothérapie », un traitement qui est certes très désagréable, mais efficace. L'un des principaux objectifs d'avoir des taux d'intérêt élevés consiste à réduire la « demande globale » et à « ralentir une économie ». Les économistes ont tendance à utiliser des termes obscurs et des euphémismes, mais cela signifie fondamentalement « faire en sorte que tout le monde soit plus prudent et plus pauvre pour que l'économie n'implose pas ». L'autre effet indésirable de la hausse des taux d'intérêt est qu'elle réduit la valeur des actifs financiers tout en réduisant la « valeur future de l'argent ». Avec un taux d'intérêt nul, la valeur théorique d'un euro l'an prochain est la même que celle d'aujourd'hui. Avec un taux d'intérêt de 5%, un euro l'an prochain ne vaut que 95 centimes environ aujourd'hui. Compte tenu du fonctionnement des taux d'intérêt, il affecte également certains actifs plus que d'autres. Les « actions de croissance », c'est-à-dire, en règle générale, les sociétés qui présentent des perspectives de croissance élevées, mais peu de bénéfices et de flux de trésorerie à court terme, ont tendance à être davantage affectées par une baisse ou une hausse des taux d'intérêt, car la valeur de leurs actions provient des flux de trésorerie qui portent sur un avenir lointain. Ce n'est pas un hasard si le NASDAQ a fortement chuté en 2022, les taux d'intérêt ayant augmenté rapidement, et s'il a fortement rebondi en 2024 avec la baisse des taux d'intérêt.

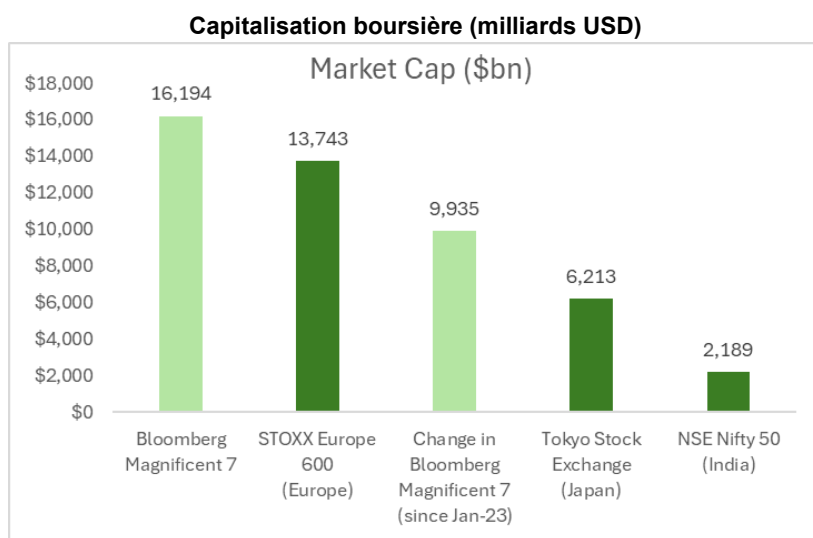
La question à plusieurs milliers de milliards d'euros pour les investisseurs est de savoir quelle sera l'orientation des taux d'intérêt mondiaux après ces récentes baisses. Malheureusement, nous pouvons seulement affirmer que personne ne sait avec certitude où seront les taux d'intérêt dans les douze prochains mois ou dans les prochaines années. Nous pouvons cependant faire plusieurs observations. Tout d'abord, la période de taux d'intérêt extrêmement faible de la dernière décennie était très inhabituelle et ne devrait donc pas se reproduire. Deuxièmement, la FED a déjà indiqué qu'elle n'abaisserait pas davantage ses taux d'intérêt. Troisièmement, les rendements ont augmenté aux États-Unis ces derniers jours, le marché craignant une résurgence de l'inflation. Dans l'ensemble, il est peu probable que les taux d'intérêt baissent fortement à l'avenir, de sorte que le marché boursier devra être tiré par la croissance des bénéfices¹. Si de nouvelles revalorisations sont peu probables, il sera plus important que jamais d'éviter les segments les plus tendus du marché.

L'essor de l'IA et l'adoption généralisée des médicaments amaigrissants aux États-Unis constituent d'autres évolutions significatives en 2024. Ce dernier point peut sembler anodin à nos lecteurs, mais la crise de l'obésité aux États-Unis est devenue si grave ces dernières années qu'elle a commencé à avoir des conséquences économiques majeures, qu'il

¹ Aucune garantie de résultat ou de performance

s’agisse des coûts médicaux ou du recul de la participation au marché du travail. Contrairement à l’intelligence artificielle, dont l’impact est plus une promesse future qu’une réalité actuelle, l’émergence de ces médicaments pour la perte de poids génère déjà des milliards de dollars de ventes pour les groupes pharmaceutiques, aidant les personnes à maigrir et impactant les ventes d’aliments et d’alcool ainsi que les traitements contre le diabète et réduisant potentiellement la démence et les maladies cardiaques. L’impact global sur le marché boursier reste toutefois limité. L’émergence de ces médicaments ont fait d’Eli Lilly l’entreprise non technologique avec la plus grande valeur en bourse dépassant brièvement mille milliards de dollars de capitalisation boursière. Ces médicaments ont aussi dopé la croissance du PIB au Danemark, mais les implications pour les investisseurs sont beaucoup moins importantes que pour la société dans son ensemble.

2024 sera l’année où l’intelligence artificielle (« IA ») aura fait son entrée dans notre conscience collective, ChatGPT et OpenAI devenant des entités communément admises. Comme toute innovation majeure, l’intelligence artificielle existe depuis longtemps, mais n’avait pas encore été largement adoptée – comme Internet à la fin des années quatre-vingt et au début des années nonante. Pour les investisseurs, et contrairement aux médicaments destinés à perdre du poids, les répercussions sur le marché boursier ont été massives. Elle a fait entrer deux nouveaux membres au club des entreprises dépassant les trois mille milliards de dollars : NVIDIA, le fournisseur qui jouit du monopole des puces d’IA, et Microsoft, l’ancien fournisseur de logiciels qui s’est réinventé en tant que soutien précoce d’OpenAI, rejoignant APPLE, un peu à la traîne dans le domaine de l’intelligence artificielle, mais qui reste l’entreprise la plus valorisée au monde. Elle a également transformé l’acronyme FAANG en « Sept Magnifiques »² - composé des sept entreprises constituant une partie importante de la capitalisation boursière mondiale -, la plupart d’entre elles étant très actives dans l’« IA ». Comme le montre le graphique ci-dessous, la création de valeur pour les actionnaires de ce nouveau boom de l’IA a été massive. Depuis janvier 2023, les « Sept Magnifiques » ont accru la capitalisation boursière de plus de 10 000 milliards et valent désormais plus que l’ensemble du marché boursier européen.



Graphique 3 Source Bloomberg

Alors que l’intelligence artificielle n’a pas encore transformé nos sociétés, au-delà d’inonder l’internet d’images douteuses ou de faire les devoirs des étudiants, elle a déclenché un boom massif des investissements dans les centres de données et la fabrication de puces électroniques. Elle a également déclenché une minivague de panique au sein des conseils d’administration de grandes entreprises, les obligeant à élaborer rapidement une « stratégie IA ». En tant qu’investisseurs à long terme, nous avons déjà traversé des montagnes russes similaires. Une question importante dans toute innovation majeure est de savoir quand les entreprises seront en mesure de construire des modèles économiques rentables, une question à laquelle il est extrêmement difficile de répondre. Parfois, l’innovation prend beaucoup plus de temps que prévu à se mettre en place, comme la conduite autonome, qui devait déjà être pleinement opérationnelle à l’heure actuelle. Bloomberg a récemment publié un article expliquant comment General Motors a investi 10 milliards de dollars ces dernières années dans la conduite autonome, mais que le groupe avait dû revoir ses ambitions à la baisse à la suite d’un mauvais accident avec un piéton.³ Parfois, une innovation a un impact considérable sur la société, mais ne génère pas beaucoup de rendement pour les actionnaires. La traduction informatique est désormais excellente, mais elle est pour l’essentiel disponible gratuitement. La révolution du pétrole et du gaz de schiste aux États-Unis et le boom massif des énergies renouvelables ont considérablement amélioré la sécurité énergétique, mais ont entraîné un effondrement des prix, limitant fortement les rendements des investisseurs. Certains prix du gaz aux États-Unis sont désormais négatifs et le coût des plaquettes solaires a baissé de 98% depuis 2010 ! L’intelligence artificielle aura très probablement un impact considérable sur l’économie, mais on ne sait pas encore exactement comment et quand. Un risque majeur pour les

² Les actions des « 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. Il est constitué des valeurs suivantes : Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA, Tesla et Meta.

³ [Pourquoi les investisseurs en IA devraient s’inquiéter de l’accident de la voiture autonome - Bloomberg](#)

investisseurs internationaux est que les « datacenters hyperscalers », principalement META (ex-Facebook), Amazon, Microsoft et Alphabet (ex-Google), injectent des centaines de milliards de dollars chacun dans la construction de centres de données de pointe. Cela a considérablement dopé le chiffre d'affaires de NVIDIA, mais la capacité à générer des revenus grâce à l'intelligence artificielle reste quelque peu floue, sans parler des bénéfices. Dans un scénario optimiste, l'intelligence artificielle rendra rapidement nos sociétés beaucoup plus productives et les « Sept Magnifiques » continueront de générer une croissance des bénéfices⁴ et de stimuler l'économie mondiale et le marché boursier. Le risque majeur est que ces actions, et une grande partie du marché américain, semblent déjà intégrer pleinement ce scénario. Il y a une réelle possibilité que les avantages de l'IA, comme pour Internet, prennent beaucoup plus de temps que prévu à se concrétiser.

On surestime toujours le changement à venir dans les deux ans, et on sous-estime le changement des dix prochaines années. J'en suis moi-même responsable. (Bill Gates dans son livre « La route du futur », édition 1996)

Un ralentissement significatif de l'investissement artificiel ne devrait malheureusement pas affecter uniquement les « Sept Magnifiques » et les start-ups technologiques. Le récent boom économique a déjà commencé à affecter des pans beaucoup plus traditionnels de l'économie, comme les fournisseurs d'électricité. L'un des principaux problèmes des « grands modèles de langage » utilisés actuellement par des IA comme Chat-GPT est qu'ils sont énergivores. Un analyste financier nous a récemment dit qu'un grand centre de données pouvait consommer autant d'électricité qu'un quart de la ville de Miami ! L'impact d'un boom technologique sur les entreprises traditionnelles peut également être illustré par l'évolution de Corning, « le fabricant de verre à l'origine de l'ampoule d'Edison il y a 173 ans »⁵. Dans cette interview, Wendell Weeks, l'actuel PDG de Corning, explique comment une entreprise traditionnelle peut tirer un avantage considérable de l'innovation de pointe, mais comment elle peut également être fortement pénalisée lors d'une crise technologique. Corning a manqué de faire faillite au début des années 2000 lors de la bulle Internet, mais un partenariat avec Apple pour développer l'écran de l'iPhone l'a sauvé. Le groupe profite aujourd'hui du boom de l'intelligence artificielle via sa division fibre optique, mais se montre désormais prudent pour ne pas répéter le boom et la chute de la fin des années nonante. Tous ces exemples nous indiquent qu'éviter une bulle potentielle nécessite bien plus que simplement éviter les « Sept Magnifiques ». Ils indiquent que cela nécessitera des investissements dans des sociétés dont les flux de trésorerie sont durables, même en cas d'éclatement de la bulle, et dont les valorisations sont raisonnables.

La dernière grande tendance de 2024, à avoir affecté le marché boursier mondial, a été l'élection de Donald Trump et les tensions politiques en Europe. Comme la politique est hautement imprévisible - comme les politiciens ont tendance à faire des promesses farfelues pour se faire élire et prendre parfois des décisions très différentes lorsqu'ils sont au pouvoir - nous ne spéculerons pas sur ce que la prochaine administration américaine fera. Nous nous limiterons aux seules questions économiques et d'investissement. Cependant, par curiosité et comme nous sommes en plein boom de l'intelligence artificielle, nous avons également posé à ChatGPT la question en vert ci-dessous et voici ce que le modèle a répondu :

Pourriez-vous opposer l'approche économique de la nouvelle administration américaine à celle de l'Union européenne et de la Chine ?

“1. U.S. (Approche économique de Trump) :

- **Capitalisme et déréglementation** : L'administration Trump privilégie une approche du marché libre avec moins de réglementation gouvernementale, moins d'impôts sur les sociétés et un accent mis sur la stimulation de la croissance des entreprises.
- **Protectionnisme et guerres commerciales** : La position de Donald Trump sur le commerce est généralement protectionniste et vise à réduire les déficits commerciaux et à ramener les emplois manufacturiers aux États-Unis. Il s'agit notamment d'imposer des droits de douane sur les marchandises étrangères, notamment en provenance de Chine, et de se retirer des accords commerciaux multilatéraux.
- **Relance budgétaire** : Donald Trump plaide en faveur de mesures de relance telles que des baisses d'impôts et des dépenses publiques pour stimuler l'économie.

2. Union européenne (UE) :

- **Réglementation et durabilité** : L'UE met l'accent sur les réglementations visant la durabilité environnementale, la concurrence loyale et le bien-être social. Il met l'accent sur la lutte contre le changement climatique par le biais de politiques vertes et le soutien au Pacte vert européen.
- **Commerce et multilatéralisme** : L'UE soutient les marchés ouverts et les accords multilatéraux, en prônant le libre-échange et la coopération internationale. L'UE a également tendance à accorder la priorité au bien-être des travailleurs et à une approche plus équilibrée de la croissance économique qui inclut des garanties sociales.

⁴ Aucune garantie de résultat ou de performance

⁵ [Comment le fabricant de verre derrière l'ampoule d'Edison il y a 173 ans et les écrans d'iPhone est devenu un chouchou de la Silicon Valley | Fortune](#)

- **Discipline budgétaire et intégration économique** : Les politiques économiques de l'UE mettent l'accent sur la discipline budgétaire, la Banque centrale européenne (BCE) surveillant l'inflation et promouvant la stabilité financière. L'UE met également l'accent sur l'intégration économique, en particulier dans la zone euro.

3. Chine :

- **Capitalisme d'État** : Le modèle économique de la Chine combine réformes de marché et contrôle étatique fort. Le gouvernement chinois joue un rôle central dans l'orientation de la croissance économique, de l'investissement et de l'innovation, en particulier dans les secteurs de la haute technologie et des infrastructures.
- **Croissance tirée par les exportations et échanges commerciaux** : Historiquement, la politique économique de la Chine s'est concentrée sur une croissance tirée par les exportations, et elle continue de renforcer son influence par le biais d'initiatives telles que la Belt and Road Initiative (BRI), qui investit dans des projets d'infrastructure à l'échelle mondiale.
- **Contrôle de la monnaie et de l'économie** : Le gouvernement chinois gère activement sa devise et régule les flux de capitaux, cherchant à éviter la volatilité et à assurer une croissance économique stable. »

Les vrais humains sont maintenant de retour et peuvent dire que ChatGPT est assez bon pour résumer la vision du consensus sur des questions économiques importantes. Il est aussi beaucoup plus rapide à écrire et à articuler des pensées ! Nous sommes certainement d'accord avec l'idée que la Chine a une approche centrée sur l'État, que les États-Unis sont davantage axés sur le marché et que l'Europe valorise le bien-être social. ChatGPT n'est cependant pas en mesure de dire quelles seront les répercussions de ces politiques pour les investisseurs et laquelle des trois approches économiques est la meilleure. Il met en évidence le fait que le système américain et l'administration républicaine sont plus favorables au marché et, chez TreeTop, nous pouvons constater que les États-Unis sont généralement plus favorables à l'entrepreneuriat et aux actionnaires que la Chine et l'Europe. L'Union européenne aime réglementer, et elle a déjà commencé à le faire avec l'IA au lieu d'essayer de favoriser un environnement innovant. Le parti communiste chinois écrase parfois l'esprit d'investissement et d'innovation s'il estime qu'il va à l'encontre de la « stabilité sociale ». Pour toutes ces raisons, nous continuons de penser que les États-Unis resteront un excellent terrain pour de belles opportunités d'investissement, mais il faudra les sélectionner avec soin.

En conclusion, 2024 a été un nouvel excellent millésime pour les investisseurs boursiers après une très bonne année 2023, portée par un contexte macroéconomique solide avec des taux et une inflation plus faibles et une bonne croissance des bénéfices. Les États-Unis, et plus particulièrement les grandes entreprises technologiques américaines, ont continué à dominer le marché sous l'effet d'un boom des investissements dans l'intelligence artificielle. Une nouvelle revalorisation de la plupart des actions semble peu probable, mais les entreprises pourraient continuer à enregistrer une bonne croissance des bénéfices¹, tirant le marché à la hausse. Il existe des actions très bon marché sur les marchés émergents, en Europe et dans certains coins du marché américain, et chez TreeTop, nous continuerons à travailler dur pour les trouver.



Treetop Institutional SA

Rapport du commissaire à l'assemblée générale pour l'exercice clos le
31 décembre 2024 - Comptes annuels

Rapport du commissaire à l'assemblée générale de Treetop Institutional SA pour l'exercice clos le 31 décembre 2024 - Comptes annuels

Dans le cadre du contrôle légal des comptes annuels de Treetop Institutional SA (« la société »), nous vous présentons notre rapport du commissaire. Celui-ci inclut notre rapport sur les comptes annuels ainsi que les autres obligations légales et réglementaires. Le tout constitue un ensemble et est inséparable.

Nous avons été nommés en tant que commissaire par l'assemblée générale du 24 novembre 2021, conformément à la proposition de l'organe d'administration. Notre mandat de commissaire vient à échéance à la date de l'assemblée générale délibérant sur les comptes annuels clôturés au 31 décembre 2024. Nous avons exercé le contrôle légal des comptes annuels de Treetop Institutional SA durant 3 exercices consécutifs.

Rapport sur les comptes annuels

Opinion sans réserve

Nous avons procédé au contrôle légal des comptes annuels de la société, comprenant le bilan au 31 décembre 2024, ainsi que le compte de résultats pour l'exercice clos à cette date et l'annexe, dont le total du bilan s'élève à 77 865 (000) EUR et dont le compte de résultats se solde par un bénéfice de l'exercice de 14 261 (000) EUR.

À notre avis, ces comptes annuels donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la société au 31 décembre 2024, ainsi que de ses résultats pour l'exercice clos à cette date, conformément au référentiel comptable applicable en Belgique.

Un aperçu des fonds propres et du résultat par compartiment est mentionné dans le tableau ci-dessous :

Nom	Devise	Fonds Propres	Résultats
TreeTop Institutional US Buyback Equity	EUR	77 865 374,57	14 261 013,09

Fondement de l'opinion sans réserve

Nous avons effectué notre audit selon les Normes internationales d'audit (ISA), telles qu'applicables en Belgique. Par ailleurs, nous avons appliqué les normes internationales d'audit approuvées par l'IAASB applicables à la présente clôture et non encore approuvées au niveau national. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont plus amplement décrites dans la section « Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes annuels » du présent rapport. Nous nous sommes conformés à toutes les exigences déontologiques qui s'appliquent à l'audit des comptes annuels en Belgique, en ce compris celles concernant l'indépendance.

Nous avons obtenu de l'organe d'administration et des préposés de la société, les explications et informations requises pour notre audit.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Responsabilités de l'organe d'administration relatives à l'établissement des comptes annuels

L'organe d'administration est responsable de l'établissement des comptes annuels donnant une image fidèle conformément au référentiel comptable applicable en Belgique, ainsi que du contrôle interne qu'il estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Lors de l'établissement des comptes annuels, il incombe à l'organe d'administration d'évaluer la capacité de la société à poursuivre son exploitation, de fournir, le cas échéant, des informations relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer le principe comptable de continuité d'exploitation, sauf si l'organe d'administration a l'intention de mettre la société en liquidation ou de cesser ses activités ou s'il ne peut envisager une autre solution alternative réaliste.

Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes annuels

Nos objectifs sont d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, et d'émettre un rapport du commissaire contenant notre opinion. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, qui ne garantit toutefois pas qu'un audit réalisé conformément aux normes ISA permettra de toujours détecter toute anomalie significative existante. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsque l'on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elles puissent, prises individuellement ou en cumulé, influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes annuels prennent en se fondant sur ceux-ci.

Lors de l'exécution de notre contrôle, nous respectons le cadre légal, réglementaire et normatif qui s'applique à l'audit des comptes annuels en Belgique. L'étendue du contrôle légal des comptes ne comprend pas d'assurance quant à la viabilité future de la société ni quant à l'efficacité ou l'efficacités avec laquelle l'organe d'administration a mené ou mènera les affaires de la société.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes ISA et tout au long de celui-ci, nous exerçons notre jugement professionnel et faisons preuve d'esprit critique. En outre :

- nous identifions et évaluons les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définissons et mettons en œuvre des procédures d'audit en réponse à ces risques, et recueillons des éléments probants suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne ;
- nous prenons connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, mais non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne de la société ;
- nous apprécions le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par l'organe d'administration, de même que des informations les concernant fournies par ce dernier ;
- nous concluons quant au caractère approprié de l'application par l'organe d'administration du principe comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments probants recueillis, quant à l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou situations susceptibles de jeter un doute important sur la capacité de la société à poursuivre son exploitation. Si nous concluons à l'existence d'une incertitude significative, nous sommes tenus d'attirer l'attention des lecteurs de notre rapport du commissaire sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas adéquates, d'exprimer une opinion modifiée. Nos conclusions s'appuient sur les éléments probants recueillis jusqu'à la date de notre rapport du commissaire. Cependant, des situations ou événements futurs pourraient conduire la société à cesser son exploitation ;
- nous apprécions la présentation d'ensemble, la structure et le contenu des comptes annuels et évaluons si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents d'une manière telle qu'ils en donnent une image fidèle.

Nous communiquons aux personnes constituant le gouvernement d'entreprise notamment l'étendue des travaux d'audit et le calendrier de réalisation prévus, ainsi que les observations importantes relevées lors de notre audit, y compris toute faiblesse significative dans le contrôle interne.

Autres obligations légales et réglementaires

Responsabilités de l'organe d'administration

L'organe d'administration est responsable de la préparation et du contenu du rapport de gestion, du respect des dispositions légales et réglementaires applicables à la tenue de la comptabilité ainsi que du respect du Code des sociétés et des associations et des statuts de la société.

Responsabilités du commissaire

Dans le cadre de notre mandat et conformément à la norme belge complémentaire aux normes internationales d'audit (ISA) telles qu'applicables en Belgique, notre responsabilité est de vérifier, dans leurs aspects significatifs, le rapport de gestion, et le respect de certaines dispositions, du Code des sociétés et des associations et des statuts, ainsi que de faire rapport sur ces éléments.

Aspects relatifs au rapport de gestion

A l'issue des vérifications spécifiques sur le rapport de gestion, nous sommes d'avis que celui-ci concorde avec les comptes annuels pour le même exercice et a été établi conformément aux articles 3:5 et 3:6 du Code des sociétés et des associations.

Dans le cadre de notre audit des comptes annuels, nous devons également apprécier, en particulier sur la base de notre connaissance acquise lors de l'audit, si le rapport de gestion comporte une anomalie significative, à savoir une information incorrectement formulée ou autrement trompeuse. Sur base de ces travaux, nous n'avons pas d'anomalie significative à vous communiquer.

Mentions relatives à l'indépendance

Notre cabinet de révision et notre réseau n'ont pas effectué de missions incompatibles avec le contrôle légal des comptes annuels et notre cabinet de révision est resté indépendant vis-à-vis de la société au cours de notre mandat.

Autres mentions

- Sans préjudice d'aspects formels d'importance mineure, la comptabilité est tenue conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables en Belgique.
- La répartition des résultats proposée à l'assemblée générale est conforme aux dispositions légales et statutaires.
- Nous n'avons pas à vous signaler d'opération conclue ou de décision prise en violation des statuts ou du Code des sociétés et des associations.

Signé à Zaventem.

Le commissaire

Digitally signed by
Tom Renders Signed By: Tom Renders (Signature)
Signing Time: 06-Jun-2025 | 13:39 CEST

 **DocuSign** C: BE
Issuer: Citizen CA

139F82D6E8CB49F48BC52F3B5846D9D1

Deloitte Réviseurs d'Entreprises SRL
Représentée par Tom Renders

Deloitte.

Deloitte Bedrijfsrevisoren/Réviseurs d'Entreprises BV/SRL
Registered Office: Gateway building, Luchthaven Brussel Nationaal 1 J, B-1930 Zaventem
VAT BE 0429.053.863 - RPR Brussel/RPM Bruxelles - IBAN BE90 4350 2974 5132 - BIC KREDBEBB

Member of Deloitte Touche Tohmatsu Limited

1.4 . RESUME DES REGLES DE COMPTABILISATION ET D'EVALUATION

1.4.1 . Résumé des règles

Les règles d'évaluation ci-dessous ont été rédigées sur base de l'AR du 10 novembre 2006 relatif à la comptabilité, aux comptes annuels et aux rapports périodiques de certains organismes de placement collectif publics à nombre variable de parts. Plus particulièrement, les dispositions des articles 7 à 19 sont d'application.

Frais

Afin d'éviter des variations importantes de la valeur nette d'inventaire au moment de leur paiement, les charges à caractère récurrent sont provisionnées prorata temporis. Ce sont principalement les commissions et frais récurrents tels que mentionnés dans le prospectus (par exemple, la rémunération pour la gestion du portefeuille d'investissement, l'administration, le dépositaire, le commissaire, ...).

Les frais de constitution sont amortis sur une ou plusieurs années avec un maximum de 5 ans, selon la méthode linéaire.

Comptabilisation des achats et des ventes

Les valeurs mobilières, instruments du marché monétaire, parts d'organismes de placement collectif et instruments financiers dérivés qui sont évalués à leur juste valeur, sont, au moment de leur acquisition et de leur aliénation, enregistrés dans les comptes respectivement à leur prix d'achat et à leur prix de vente. Les frais accessoires, tels que les frais de transaction et de livraison, sont immédiatement mis à charge du compte de résultats.

Créances et dettes

Les créances et dettes à court terme ainsi que les placements à terme sont portés au bilan à leur valeur nominale.

Lorsque la politique d'investissement du compartiment est principalement axée sur le placement de ses actifs dans des dépôts, des liquidités ou des instruments du marché monétaire, les placements sont évalués à leur juste valeur.

Valeurs mobilières, instruments du marché monétaire et instruments financiers dérivés

Les valeurs mobilières, les instruments du marché monétaire et les instruments financiers dérivés (contrats d'option, contrats à terme et contrats de swap) sont évalués à leur juste valeur en respectant la hiérarchie suivante:

- S'il s'agit d'éléments du patrimoine pour lesquels il existe un marché actif fonctionnant à l'intervention d'établissements financiers tiers, ce sont le cours acheteur et le cours vendeur actuels formés sur ce marché qui sont retenus. Dans des cas exceptionnels, ces cours peuvent être indisponibles pour les obligations et pour d'autres titres de créance; le cours moyen sera alors utilisé et cette procédure sera mentionnée dans le rapport (semi-)annuel.

- S'il s'agit d'éléments du patrimoine qui sont négociés sur un marché actif en dehors de toute intervention d'établissements financiers tiers, c'est le cours de clôture qui est retenu.

- Utilisation du prix de la transaction la plus récente, à condition que les circonstances économiques n'aient pas fondamentalement changé depuis cette transaction.

- Utilisation d'autres techniques de valorisation qui doivent utiliser au maximum les données du marché, être conformes aux méthodes économiques habituellement utilisées et être régulièrement calibrées et testées quant à leur validité. L'évaluation des parts d'organismes de placement collectif à nombre variable de parts non cotés est faite sur la base de la valeur nette d'inventaire de ces parts.

Les réductions de valeur, moins-values et plus-values, qui proviennent des règles ci-dessus, sont imputées au compte de résultats dans le sous-poste concerné de la rubrique «I. réductions de valeur, moins-values et plus-values».

Des variations de valeur relatives à des obligations et autres titres de créance qui résultent de la comptabilisation prorata temporis des intérêts courus, sont imputées au compte de résultats comme éléments constitutifs du poste «II. Produits et charges des placements - B. Intérêts».

La juste valeur des instruments financiers dérivés (contrats d'option, contrats à terme et contrats de swap) est portée dans les différents postes du bilan et hors bilan en fonction de l'instrument sous-jacent.

Les valeurs sous jacentes (des contrats d'option et des warrants) et les montants notionnels (des contrats à terme et des contrats de swap) sont portés dans les postes hors bilan sous les rubriques concernées.

En cas d'exercice des contrats d'option et des warrants, les primes sont portées en majoration ou en réduction du prix d'achat ou de vente des éléments du patrimoine sous-jacents. Les paiements et recettes intermédiaires résultant de contrats de swap sont portés au compte de résultats dans le sous-poste « II. Produits et charges des placements - D. Contrats de swap ».

TREETOP INSTITUTIONAL

Opérations en devises

Les éléments du patrimoine libellés en monnaies étrangères sont convertis dans la devise du compartiment sur base du cours moyen du marché et le solde des écarts positifs et négatifs résultant de la conversion est imputé au compte de résultats dans la rubrique «I.H. Positions et opérations de change».

1.4.2 . Taux de change

	31.12.24		31.12.23	
1 EUR	1.0355	USD	1.1047	USD

2 . INFORMATIONS SUR LE COMPARTIMENT TREETOP INSTITUTIONAL US BUYBACK EQUITY

2.1 . RAPPORT DE GESTION

2.1.1 . Date de lancement du compartiment et prix de souscription des parts

La période d'offre initiale était du 16 décembre 2021 au 16 décembre 2021. Le prix d'offre initial était de 1 000 EUR par action de classe P et de 1 000 EUR par action de classe I. La période d'offre initiale pour les actions de classe IC est le 14 décembre 2023. Le prix d'offre initial pour les actions de classe IC est de 1 000 EUR par action.

2.1.2 . Objectif et lignes de force de la politique de placement

Objectif de gestion

L'objectif principal du Compartiment consiste à réaliser une plus-value à long terme sur le capital investi.

Comme le Compartiment n'entend pas investir dans des investissements durables, au sens du règlement SFDR, ses investissements sous-jacents ne prennent pas en compte les critères de l'Union européenne en matière d'activités économiques durables sur le plan environnemental.

Il permettra également à ses actionnaires soumis à l'impôt des sociétés en Belgique de bénéficier du régime des revenus définitivement taxés (RDT). Nous attirons néanmoins l'attention des investisseurs sur le fait que le portefeuille du Compartiment peut ne pas être composé à 100% d'actions bénéficiant du régime RDT-DBI. Dans des conditions normales de marché, la Société de Gestion veillera à ce que le portefeuille du Compartiment comporte au moins 75% d'actions éligibles au régime RDT-DBI.

Politique d'investissement

La politique d'investissement du Compartiment pour atteindre son objectif repose sur l'hypothèse du Gestionnaire selon laquelle les sociétés qui génèrent beaucoup de flux de trésorerie disponibles sont financièrement saines, et que la décision de leur direction de s'engager dans le rachat de leurs propres actions démontre une volonté de maintenir leur rentabilité et de restituer efficacement le capital aux actionnaires. Par conséquent, le Compartiment cherchera à atteindre son objectif en investissant dans une sélection d'actions de grandes sociétés américaines générant d'importants flux de trésorerie disponibles et ayant racheté leurs actions.

Le Gérant a décidé de mettre en œuvre la politique d'investissement du Compartiment par le biais d'une gestion passive : le portefeuille du Compartiment sera investi dans des actions incluses dans l'indice S&P 500 Buyback FCF (l'« Indice ») dans le but de répliquer étroitement la composition de l'Indice.

L'Indice est un indice d'actions, calculé et publié par S&P Dow Jones Indices LLC, composé de 30 actions de grandes sociétés américaines qui se caractérisent par (i) un ratio de rachat d'actions propres élevé, (ii) une grande liquidité et (iii) un taux élevé de flux de trésorerie disponibles.

L'indice est construit à partir des composants de l'indice S&P 500 en 3 étapes. L'indice S&P 500 est un indice composé des actions de 500 sociétés américaines à grande capitalisation cotées sur les bourses américaines. Tout d'abord, parmi les 500 actions qui composent l'indice S&P 500, les 100 actions ayant le ratio de rachat le plus élevé sur 12 mois sont sélectionnées. Ensuite, sur ces 100 actions, les 50 actions les plus liquides sont retenues. Enfin, parmi ces 50 actions, les 30 actions ayant le rendement le plus élevé en termes de flux de trésorerie entrent dans l'indice S&P 500 Buyback FCF. Les composantes de l'indice sont ensuite pondérées par le rendement des flux de trésorerie disponibles. La composition de l'indice est revue tous les trimestres.

L'exposition à l'Indice est essentiellement obtenue par une réplique physique, en investissant directement dans les titres composant l'Indice, dans une proportion proche de leur proportion dans ce dernier. Le Gestionnaire peut toutefois retirer du portefeuille du produit certaines composantes de l'Indice, notamment : (i) les actions de sociétés qui, selon les sources dont il dispose, sont impliquées dans la fabrication et la commercialisation de mines terrestres antipersonnel et de bombes à fragmentation, (ii) les actions de sociétés figurant sur des listes d'exclusion nationales ou supranationales dans le cadre de la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, (iii) les actions dont le poids serait trop faible et/ou le coût d'investissement trop élevé, et/ou (iv) les actions de sociétés qui, de l'avis du Gestionnaire, pourraient ne pas permettre d'atteindre les 75% d'actions éligibles au régime RDT-DBI. Le Gestionnaire se réserve également la possibilité de répliquer l'exposition à un ou plusieurs composants de l'indice par le biais d'une réplique synthétique au moyen d'instruments dérivés et/ou d'autres OPC, y compris des fonds négociés en bourse.

Restrictions d'emprunt

Le Compartiment n'aura pas recours à l'effet de levier, sauf si expressément énoncé dans l'Annexe concernée de l'Offering Memorandum mais pas dans de plus grandes proportions ou d'une autre manière. L'effet de levier respectera les limites et conditions applicables de plein droit.

Investisseurs cibles

Le Compartiment s'adresse aux Investisseurs éligibles tels que définis dans l'Offering Memorandum et ne peut être souscrit que par eux.

L'investissement dans le Compartiment doit être considéré comme un investissement à long terme et peut ne pas convenir à tous les Investisseurs éligibles.

Le Fonds s'adresse à des Investisseurs éligibles ayant une bonne compréhension des risques liés à un investissement en actions et souhaitant investir dans un portefeuille concentré de grandes entreprises américaines.

Les investisseurs doivent être prêts à accepter les pertes dues aux fluctuations des cours boursiers.

Compte tenu des risques inhérents à la politique d'investissement du Fonds, la durée recommandée est d'au moins 6 ans.

2.1.3 . Politique suivie pendant l'exercice

En 2024, la politique d'investissement du Fonds, qui est un Fonds passif, consiste à répliquer étroitement la composition de l'indice S&P 500 Buyback FCF (l'« Indice »). Les opérations initiées ainsi que les actifs détenus ont permis d'atteindre le double objectif de gestion du Fonds, à savoir (i) répliquer l'Indice afin d'offrir à ses actionnaires une exposition aux actions de grandes entreprises américaines qui se caractérisent par un ratio de rachat d'actions propres élevé, une grande liquidité et un taux élevé de flux de trésorerie disponibles et (ii) permettre à ses actionnaires soumis à l'impôt des sociétés en Belgique de bénéficier du régime des revenus définitivement taxés (RDT), sans toutefois limiter la capacité de la Société de gestion à investir dans des actifs autorisés qui ne donnent pas droit à l'avantage fiscal institué par ce régime RDT.

Chez TreeTop, nous continuons de penser que les États-Unis offrent d'excellentes opportunités d'investissement, mais la revalorisation du marché et la concentration sur quelques sociétés technologiques nous ont incités à rechercher des stratégies d'investissement qui réduisent une partie des risques. L'une des stratégies clés que nous avons développées au cours des deux dernières années est le S&P 500 Buyback Free Cash Flow.

L'indice S&P 500 Share Buyback FCF Total Return (indice SPBUYFUT) a progressé de 4,8% en euros au 4e trimestre de 2024, sous-performant l'indice S&P 500 Total Return (indice SPXT), qui a progressé de 10,3% en euros. Cette sous-performance s'est produite principalement au cours des deux premières semaines de décembre et reflète étroitement la sous-performance de l'indice S&P 500 Value Total Return (indice SPTRSVX) par rapport à l'indice S&P500 Growth Total Return (indice SPTRSGX), qui s'explique par la vigueur des « Sept Magnifiques » durant cette période (décembre a en fait été le meilleur mois de surperformance pour les « Sept Magnifiques » en 19 mois).



Source Bloomberg

Principaux contributeurs/détracteurs du dernier trimestre 2024 :

Les principaux contributeurs à la performance de la stratégie sur le dernier trimestre ont été **Expedia** et **Booking**, deux agences de voyages en ligne qui fournissent des produits et services aux voyageurs d'affaires et de loisirs aux États-Unis et à l'étranger, et **Morgan Stanley**, un leader mondial dans les services financiers avec des parts de marché importantes en gestion d'actifs et en placements de titres financiers.

- **Expedia Group (EXPE US Equity; 24 milliards de dollars de capitalisation boursière) :** Le titre Expedia a progressé de 26% au cours du 4ème trimestre. Le titre a bénéficié d'une croissance des voyages aux États-Unis et de la confiance accrue dans la capacité d'une nouvelle équipe de direction à combler l'écart de valorisation avec Booking. La direction a légèrement relevé ses prévisions pour l'ensemble de l'exercice lors de la publication de ses résultats du 3ème trimestre.
- **Morgan Stanley (MS US Equity ; capitalisation boursière de 207 milliards de dollars) :** L'action Morgan Stanley a progressé de 21% au cours du 4ème trimestre. La société a bénéficié de la vigueur des marchés boursiers et de meilleures perspectives pour les opérations de fusions-acquisitions et d'introductions en bourse à la suite de l'élection de Donald Trump.
- **Booking Holdings (BKNG US Equity; capitalisation boursière de 162 milliards de dollars) :** Le titre Booking a progressé de 18% au cours du 4ème trimestre. À l'instar d'Expedia, Booking a bénéficié d'une croissance des voyages aux États-Unis au cours des trois derniers mois. Booking est considéré comme le meilleur agent de voyage en ligne et développe activement son offre d'hébergement alternatif comme les appartements.

Les plus gros freins à la performance de la stratégie sur le dernier trimestre ont été **CVS Health**, une société de plus de 9 000 pharmacies qui propose également des produits de gestion aux groupes pharmaceutiques ainsi que des produits d'assurance santé, **Marathon Petroleum**, une grande société pétrolière qui possède le plus grand système de raffinage des États-Unis, et **Lennar**, l'un des plus grands constructeurs de logements aux États-Unis.

- **CVS Health Corporation (CVS US Equity; capitalisation boursière de 58 milliards USD)** : Le titre CVS Health a chuté de 29% au cours du 4ème trimestre. Les coûts médicaux élevés ont pesé sur les bénéfices tout au long de 2024 et les investisseurs ont été déçus par le manque de prévisions de la direction suite aux résultats du 3ème trimestre. Le titre a encore été mis à mal en décembre, une coalition bipartisane de législateurs américains ayant rédigé une loi qui imposerait une séparation entre la gestion des prestations pharmaceutiques et la propriété des pharmacies.
- **Marathon Petroleum Corporation (MPC US Equity; capitalisation boursière de 45 milliards de dollars)** : Le titre Marathon Petroleum a chuté de 14% au 4ème trimestre. Dans un contexte macroéconomique peu favorable (prix du pétrole globalement stables et détérioration du sentiment à l'égard de la Chine au cours du trimestre), les actions ont été pénalisées par la prise de conscience selon laquelle les rachats d'actions seraient susceptibles d'être plus faibles en 2025 qu'en 2024.
- **Lennar Corporation (LEN US Equity; 37 milliards de dollars de capitalisation boursière)** : L'action Lennar a chuté de 27% au 4ème trimestre. Les constructeurs de logements ont été à la peine tout au long du quatrième trimestre, les rendements des emprunts d'État américains et les taux hypothécaires ayant continué à augmenter, ce qui a freiné la demande de nouveaux logements et a poussé les développeurs immobiliers à faire de meilleures offres aux acheteurs potentiels. Cette faiblesse a été exacerbée en décembre par la publication par Lennar de résultats pour le 4ème trimestre et de prévisions pour 2025, deux résultats inférieurs aux attentes.

En conclusion, nous restons convaincus que la stratégie peut générer une surperformance régulière sur l'ensemble des cycles d'investissement. La stratégie offre une diversification par rapport au marché actions américain dans son ensemble, qui est fortement exposé aux « Sept Magnifiques » (actuellement environ 34% du S&P500). En outre, la valorisation est un aspect clé de la stratégie, et la valorisation relative des actions sous-évaluées américaines est actuellement très attractive par rapport aux niveaux historiques.

EXHIBIT 3: RELATIVE VALUATION OF U.S. VALUE STOCKS



As of 9/30/2024 | Source: GMO

Stock valuations are calculated on a blend of Price/Sales, Price/Gross Profit, Price/Book, and Price/Economic Book.

Source GMO

2.1.4 . Affectations des résultats

Le Conseil d'Administration proposera à l'Assemblée Générale des Actionnaires de distribuer le dividende suivant :

- 223,29 EUR Brut pour la classe P (ISIN BE6331893246)
- 223,40 EUR Brut pour la classe I (ISIN BE6331894251)

La part du dividende pouvant bénéficier du régime RDT est de 99,45%.

2.2 . BILAN

	Au 31.12.24 (en EUR)	Au 31.12.23 (en EUR)
SECTION 1: SCHEMA DU BILAN		
TOTAL DE L'ACTIF NET	77.865.374,57	24.032.113,94
I. Actifs immobilisés	4.252,50	6.423,56
A. Frais d'établissement et d'organisation	4.252,50	6.423,56
II. Valeurs mobilières, instruments du marché monétaire, OPC et instruments financiers dérivés	77.711.993,39	23.533.390,53
C. Actions et autres valeurs assimilables à des actions		
a. Actions	77.711.993,39	23.533.390,53
IV. Créances et dettes à un an au plus	-625.161,24	185.929,07
A. Créances		
a. Montants à recevoir	2.051.580,62	8.104.875,40
b. Avoirs fiscaux	195.709,84	67.064,63
B. Dettes		
a. Montants à payer (-)	-2.361.019,36	-7.934.357,96
c. Emprunts (-)	-511.432,34	-51.653,00
V. Dépôts et liquidités	1.058.583,66	351.056,51
A. Avoirs bancaires à vue	1.058.583,66	351.056,51
VI. Comptes de régularisation	-284.293,74	-44.685,73
C. Charges à imputer (-)	-284.293,74	-44.685,73
TOTAL CAPITAUX PROPRES	77.865.374,57	24.032.113,94
A. Capital	63.927.164,18	22.921.668,21
B. Participations au résultat	-1.433.248,43	390.836,45
C. Résultat reporté	1,110,445,73	-349.047,98
D. Résultat de l'exercice (du semestre)	14.261.013,09	1.068.657,26

2.3 . COMPTE DE RESULTATS

	Au 31.12.24 (en EUR)	Au 31.12.23 (en EUR)
SECTION 3: SCHEMA DU COMPTE DE RÉSULTATS		
I. Réductions de valeur, moins-values et plus-values	14.246.738,17	825.748,99
C. Actions et autres valeurs assimilables à des actions		
a. Actions	10.026.592,18	1.313.161,50
H. Positions et opérations de change		
b. Autres positions et opérations de change	4.220.145,99	-487.412,51
II. Produits et charges des placements	1.173.237,21	490.466,20
A. Dividendes	1.452.954,81	644.805,12
B. Intérêts		
b. Dépôts et liquidités	51.536,06	21.900,76
C. Intérêts d'emprunts (-)	-23.629,23	-763,92
E. Précomptes mobiliers (-)		
b. D'origine étrangère	-307.624,43	-175.475,76
III. Autres produits	4.430,00	
B. Autres	4.430,00	
IV. Coûts d'exploitation	-1.163.392,29	-247.557,93
A. Frais de transaction et de livraison inhérents aux placements (-)	-236.586,70	-30.625,71
C. Rémunération due au dépositaire (-)	-13.406,41	-3.162,81
D. Rémunération due au gestionnaire (-)		
a. Gestion financière	-810.229,65	-137.303,16
Classe I	-292.963,33	
Classe IC	-509.178,44	
Classe P	-8.087,88	
b. Gestion administrative et comptable	-43.530,15	-10.865,23
F. Frais d'établissement et d'organisation (-)	-22.420,25	-6.821,61
H. Services et biens divers (-)	-31.158,20	-27.970,91
K. Autres charges (-)	-6.060,93	-30.808,50
Produits et charges de l'exercice (du semestre)	14.274,92	242.908,27
Sous Total II + III + IV		
V. Bénéfice courant (perte courante) avant impôts sur le résultat	14.261.013,09	1.068.657,26
VII. Résultat de l'exercice (du semestre)	14.261.013,09	1.068.657,26
SECTION 4: AFFECTATIONS ET PRÉLÈVEMENTS		
I. Bénéfice (Perte) à affecter	13.938.210,39	1.110.445,73
a. Bénéfice reporté (Perte reportée) de l'exercice précédent	1.110.445,73	-349.047,98
b. Bénéfice (Perte) de l'exercice à affecter	14.261.013,09	1.068.657,26
c. Participations au résultat perçues (participations au résultat versées)	-1.433.248,43	390.836,45
II. (Affectations au) Prélèvements sur le capital	-10.094.319,21	-1,110,445,73
III. (Bénéfice à reporter) Perte à reporter	-1.055.950,70	
IV. (Distribution des dividendes)	-2.787,940,48	

2.4 . COMPOSITION DES ACTIFS ET CHIFFRES-CLES

2.4.1 . Composition des actifs au 31.12.24

Dénomination	Quantité au 31.12.24	Devise	Cours en devises	Evaluation (en EUR)	% Porte- feuille	% Actif Net
ACTIONS						
<u>NEGOCIES SUR UN MARCHE REGLEMENTE OU SUR UN MARCHE SIMILAIRE</u>				<u>77.711.993,39</u>	<u>100,00%</u>	<u>99,80%</u>
<u>États-Unis</u>				<u>77.711.993,39</u>	<u>100,00%</u>	<u>99,80%</u>
AIRBNB INC-CLASS A	12.087	USD	131,41	1.533.899,25	1,97%	1,97%
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	32.386	USD	72,80	2.276.871,85	2,93%	2,92%
AUTOZONE INC	535	USD	3.202,00	1.654.340,90	2,13%	2,13%
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	56.142	USD	76,83	4.165.514,11	5,36%	5,35%
BOOKING HOLDINGS INC	493	USD	4.968,42	2.365.457,32	3,04%	3,04%
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	47.798	USD	56,56	2.610.772,46	3,36%	3,35%
BUILDERS FIRSTSOURCE INC	10.327	USD	142,93	1.425.435,16	1,83%	1,83%
CATERPILLAR INC	3.901	USD	362,76	1.366.612,03	1,76%	1,76%
CENTENE CORP	88.385	USD	60,58	5.170.799,90	6,65%	6,64%
CHARTER COMMUNICATIONS INC-A	8.183	USD	342,77	2.708.727,10	3,49%	3,48%
COMCAST CORP-CLASS A	37.877	USD	37,53	1.372.789,77	1,77%	1,76%
CVS HEALTH CORP	60.249	USD	44,89	2.611.856,70	3,36%	3,35%
DEERE & CO	5.722	USD	423,70	2.341.295,41	3,01%	3,01%
GOLDMAN SACHS GROUP INC	8.544	USD	572,62	4.724.737,11	6,08%	6,07%
HUMANA INC	15.064	USD	253,71	3.690.861,84	4,75%	4,74%
LAS VEGAS SANDS CORP	35.075	USD	51,36	1.739.692,90	2,24%	2,23%
LENNAR CORP-A	11.284	USD	136,37	1.486.044,50	1,91%	1,91%
LOCKHEED MARTIN CORP	2.280	USD	485,94	1.069.959,63	1,38%	1,37%
MARATHON PETROLEUM CORP	38.215	USD	139,50	5.148.230,32	6,63%	6,61%
METLIFE INC	75.817	USD	81,88	5.995.070,94	7,71%	7,70%
NORTHROP GRUMMAN CORP	3.415	USD	469,29	1.547.682,62	1,99%	1,99%
O'REILLY AUTOMOTIVE INC	1.159	USD	1.185,80	1.327.225,69	1,71%	1,70%
PAYPAL HOLDINGS INC	26.373	USD	85,35	2.173.766,83	2,80%	2,79%
PHILLIPS 66	29.459	USD	113,93	3.241.201,23	4,17%	4,16%
PULTEGROUP INC	11.752	USD	108,90	1.235.917,72	1,59%	1,59%
RTX CORP	14.037	USD	115,72	1.568.673,72	2,02%	2,01%
T-MOBILE US INC	8.715	USD	220,73	1.857.713,13	2,39%	2,39%
VALERO ENERGY CORP	45.956	USD	122,59	5.440.604,58	7,00%	6,99%
VISTRA CORP	17.174	USD	137,87	2.286.604,91	2,94%	2,94%
WELLS FARGO & CO	23.199	USD	70,24	1.573.633,76	2,03%	2,02%
Total ACTIONS				77.711.993,39	100,00%	99,80%
TOTAL PORTEFEUILLE				77.711.993,39	100,00%	99,80%
Avoirs bancaires à vue				1.058.583,66		1,36%
CACEIS BANK, BELGIUM BRANCH		USD		1.058.583,66		1,36%
TOTAL DEPOTS ET LIQUIDITES				1.058.583,66		1,36%
CREANCES ET DETTES DIVERSES				-625.161,24		-0,80%
AUTRES				-280.041,24		-0,36%
TOTAL DE L'ACTIF NET				77.865.374,57		100,00%

2.4.2 . Notes aux états financiers et autres informations**NOTE 1 – Autres revenus**

La rubrique « III B. Autres » du compte de résultats comprend principalement une correction des frais d"établissement et d"organisation

NOTE 2 – Autres dépenses

La rubrique « IV. K. Autres charges (-)» du compte de résultats est composé principalement d'une facture de PWC pour le calcul des ratios RDT.

NOTE 3 - Emoluments du commissaire

Conformément à l'article 3:65, § 2 et 4 du Code des sociétés et des associations, nous portons à votre connaissance que le commissaire et les personnes avec lesquelles il a des liens de collaboration sur le plan professionnel, ont facturé des honoraires comme mentionné ci-dessous:

Emoluments du (des) commissaire(s): 5.440,00 EUR HVAT.

Il n'existe pas d'émolument pour prestations exceptionnelles ou missions particulières accomplies au sein de la société par le commissaire ou par des personnes avec lesquelles le commissaire est lié.