Brief van de Beheerder
1e kwartaal 2020

Na een aangenaam kerstverlof aan wal als afsluiter van een bijzonder succesvol 2019 is de bemanning van ons schip met goede moed weer aan boord gegaan. Enthousiast en klaar voor avontuur lichtten de matrozen het anker en hesen ze de zeilen. De wind zat goed en het schip koos het ruime sop, op zoek naar nieuwe schatten in buitenlandse wateren.

1. Logboek - januari

Aan het begin van de maand voeren we in uitstekende weersomstandigheden door helderblauw water met gehesen zeilen. Daarbij konden we een vloot van lichtbewapende, maar bijzonder goed doorvoede Amerikaanse handelslieden buitmaken. Ze werden verrast door de snelheid en precisie van het schutterstalent van onze bemanning. De meesten bleken een bijzonder rendabele buit, met als uitschieters app-ontwikkelaar **Appian** (+32%) en de fabrikant van inkjetprinters **Kornit Digital** (+22%). **Dexcom** steeg bovendien met ongeveer 10%, en ook **Freshpet**, **Axon Enterprises** en **Visa** deden het goed.

Helaas belandden we in Chinese wateren, waar een oorlogszuchtige vloot onder leiding van admiraal Corona ons schip omsingelde. Hoewel hun stuurmanskunst te wensen overliet, waren ze te talrijk, waardoor we machteloos stonden. Enkele van hun kanonskogels raakten onze flank, terwijl musketkogels over het dek floten en slachtoffers eisten. De matrozen met de diepste wonden waren diegene met de grootste blootstelling aan de reisindustrie en de horeca, met name **China International Travel** en **Haidilao** (restaurants), die deze maand allebei zowat 5% zijn verloren. Enkele matrozen liepen tijdens de zeeslag minder ernstige wonden op, zoals de grote fabrikant van sportartikelen **Li Ning**. Toch bleef het ook voor hen een pijnlijke gebeurtenis. Het valt af te wachten of de wind en het tij de vloot van admiraal Corona zullen uiteendrijven. Voorlopig slaagt onze bemanning erin de vijand op afstand te houden, en we hopen volgende maand in ons logboek te kunnen optekenen dat de vijand is verslagen.

Trouwe lezers weten dat al het voorgaande heeft geleid tot een brede kloof tussen de winnaars en de verliezers. Het jaar begon uitstekend voor onze Amerikaanse matrozen, die veelal profiteerden van sterke resultaten aan het eind van het jaar en wel gehinderd werden door, maar zeker geen rampzalige invloed ondervonden van de corona-epidemie in China.

2. Logboek - februari

Sommige lezers zullen zich wel herinneren dat ons schip vorige maand een felle en behoorlijk dure aanvaring heeft gehad met een horde Chinese vechtersbazen onder leiding van admiraal Corona. Die hebben zich intussen zo sterk verspreid, dat ze heel wat kommer en kwel veroorzaken op andere aandelenmarkten in de wereld.

Verrassend genoeg zijn het onze Chinese matrozen die ons in de voorbije weken beschermd hebben. Zij vochten trouw aan onze zijde, en het verging de meesten van hen deze maand bijzonder goed. De sterkste stijger was de fabrikant van smaakstoffen voor Chinese fondue **Yihai International**, die met 18% opveerde, waardoor hij zijn verlies van januari helemaal goedmaakte. **Proya Cosmetics** en de keten van Chinese fonduerestaurants **Haidilao** boden ook ruime steun en stegen met respectievelijk 7% en 5,8%, terwijl **New Oriental Education** en **Tencent** er zowat 5% op vooruitgingen. Die prestaties waren eerder te danken aan het gevoel dat de Chinese overheid erin geslaagd was het virus in te dijken dan aan uitzonderlijk goed bedrijfsnieuws.

In Amerika liepen de prestaties sterker uiteen en eindigde het resultatenseizoen met betrekking tot het vierde kwartaal zoals gewoonlijk met een hoge volatiliteit. **Copart**, dat teleurstelde met zwakke cijfers, werd geraakt door een musketkogel van een vijandige scherpschutter en kreeg een zeemansgraf, en **OneSpaWorld**, de exploitant van wellnesscentra op cruiseschepen, raakte zwaargewond omdat havens over de hele wereld cruiseschepen als drijvende virushaarden behandelen. Deugdelijkheid werd evenwel beloond, waardoor **Freshpet** (voeding voor huisdieren), **Steris** (sterilisatie) en vooral onze kampioen **Dexcom** het goed deden. Dexcom, een fabrikant van monitors voor de bloedsuikerspiegel van diabetici die insulinespuiten nodig hebben, is over de hele maand met bijna 15% opgeveerd na de publicatie van zijn vierdekwartaalcijfers, die heel wat beter waren dan verwacht.

Deze maand hebben we voorts een expeditie op touw gezet om de Amerikaanse kustwateren te verkennen. Zoals gewoonlijk keerden de expeditieleden terug met verhalen over met schatten beladen Amerikaanse schepen en goed nieuws over enkele bestaande posities, zoals **Resmed**, **Dexcom**, **Steris**, **FIS** en **Intuitive Surgical**. Het gebeurt maar zelden dat onze verkenners van hun expeditie terugkeren zonder goed nieuws.

Ondanks de behoorlijke prestaties in februari, zijn de aandelenmarkten begin maart echter fors gecorrigeerd ...

3. Logboek - maart

De bemanning heeft deze maand een bijzonder zware zeeslag achter de rug, waarschijnlijk zelfs de zwaarste die we met ons schip ooit meegemaakt hebben. We bevonden ons voor een vijandig leger dat niet alleen veel talrijker was dan wij, maar ook veel meer vuurkracht had. De strijd speelde zich tegelijkertijd aan stuur- en bakboord af en onze bemanning moest ons schip wendbaar proberen te houden, ondanks de onvermijdelijke schade aan onze zeilen en tuigage. Gelukkig konden onze goed getrainde schutters de vijand op afstand houden en enkele vijandelijke schepen zelfs de aftocht doen blazen, al betaalden we daar wel een prijs voor. Tal van matrozen belandden in de ziekenboeg, en we hebben heel wat buskruit verschoten.

Onze Chinese schutters zijn uitzonderlijk sterk blijven presteren. Het zijn vooral zij die ons schip gered hebben. Nadat ze hersteld waren van de recente uitbraak van het coronavirus, zijn ze met hernieuwde kracht uit de ziekenboeg gekomen en hebben ze vastberaden hun plicht gedaan. Onze Amerikaanse divisie heeft het er ook heel goed van afgebracht. Ze bestaat uit fitte, goed getrainde en zich nog verder ontwikkelende matrozen en worden niet gehinderd door 'landratten' uit de bank- en de energiesector. Hoewel onder hen enkele dodelijke slachtoffers te betreuren vallen en enkele van hun wapens geneutraliseerd werden, bleven ze moedig op post.

4. Conclusie en vooruitzichten

De correctie in maart was uiteraard het gevolg van de COVID-19-pandemie, of beter gezegd de bijzonder extreme reactie van de overheden daarop.

De situatie is ongezien, aangezien overheden nooit eerder al hun burgers hebben opgedragen om hun economische activiteit te staken. Het belooft een bijzonder interessant sociaal en economisch experiment te worden. De vraag is hoelang het zal duren voordat de behoefte om geld te verdienen en voor het gezin brood op de plank te brengen zwaarder zal beginnen door te wegen dan de relatief milde gezondheidsrisico's van het COVID-19-virus. Het belangrijkste daarbij is dat overheden gewoonweg niet de middelen hebben om hun volledige bevolking gedurende langere tijd een inkomen te verschaffen zonder zware gevolgen voor de solvabiliteit van hun land.

Naar onze mening is een langdurige voortzetting van de huidige maatregelen onhoudbaar en zou die alleen maar leiden tot een economische ramp. We gaan er dan ook van uit dat ze snel zullen worden beëindigd, ten laatste in het komende kwartaal. We denken nog altijd dat het COVID-19-virus zal uitdoven, nu de winter op zijn einde loopt. Dat is namelijk doorgaans het geval voor op griep gelijkende ziektes. Mensen vergeten ook dat de griep in 2017 alleen al in het Verenigd Koninkrijk 50.000 dodelijke slachtoffers heeft geëist en dat jaarlijks over de hele wereld bijna een half miljoen mensen aan de gevolgen van griep sterven. Midden april bedroeg het aantal coronadoden wereldwijd 170.000, en bijna 80% van die patiënten had vóór de besmetting al twee of meer ernstige gezondheidsproblemen.

Mensen met een scherp observatievermogen zullen hopelijk ook opgemerkt hebben dat de aandelen die tijdens de recente verkoopgolf de grootste klappen kregen, deel uitmaakten van de traditioneelste sectoren, zoals energie,

banken, vastgoed en verzekeringen. Vele daarvan betalen hoge dividenden en worden vaak gezien als veilige havens.

Aangezien wij een op groeiaandelen gerichte strategie toepassen, hebben we weinig of geen interesse in die economisch rijpe sectoren, waardoor we dus bijzonder sterk gepresteerd hebben. In een tijd waarin actief portefeuillebeheer gehekeld wordt en de twijfelachtige voordelen van trackers uitgebreid worden geprezen, zijn we bijzonder tevreden met dat resultaat.

De strategie is vooral toegespitst op bedrijven in de sectoren technologie, detailhandel (vaak onlinehandel), medische technologie, diensten en consumptie in Azië. We zijn niet geneigd om die sectoren en bedrijven vaarwel te zeggen, niet alleen omdat ze relatief immuun zijn voor de val van de olieprijs en door de overheid opgelegde dividendverlagingen, maar ook omdat ze niet kapitaalintensief zijn, aanzienlijke kasstromen genereren en al financieel gezond zijn. Heel weinig bedrijven waarin we belegd zijn, hebben een noemenswaardige schuld. Dus hoewel enkele kanonskogels onze flanken geraakt hebben en de zeeslag nog in volle gang is, blijft onze bemanning bijzonder goed standhouden. We zijn er dan ook van overtuigd dat we deze crisis zonder veel schade aan onze zeilen en tuigage zullen doorkomen.

Het belangrijkste is daarbij, en dat willen we toch nog even onderstrepen, dat het altijd zulke goed gefinancierde bedrijven van hoge kwaliteit zijn die overleven, en gewoonlijk zelfs sterker uit een crisis komen omdat zwakkere concurrenten wegvallen. Onze beleggingen vallen duidelijk onder die categorie, en we zijn ervan overtuigd dat het beter is om voet bij stuk te houden wanneer iedereen in paniek heen en weer loopt. Dat is precies wat we proberen te doen, en wanneer de markten ook maar een vermoeden zullen krijgen dat de situatie zich begint te normaliseren, zal het herstel waarschijnlijk bijzonder snel gaan, gezien de grote liquiditeitsinjecties van de centrale banken. We houden dan ook onze scherpziendste matrozen in het kraaiennest. En hoe moe onze schutters ook zijn, ze blijven paraat om de strijd voort te zetten.

Dit document wordt voor algemene informatiedoeleinden verstrekt. Bij het opstellen ervan is geen rekening gehouden met de beleggingsdoelstellingen, financiële situatie of specifieke behoeften van een belegger. Dit document mag niet worden overhandigd aan een Amerikaanse belegger (zoals omschreven in de Amerikaanse regelgeving). Het is gebaseerd op bronnen die TreeTop Asset Management nv (de "Maatschappij") betrouwbaar acht en weerspiegelt de meningen van de beheerder. Andrew Dalrymple, de beheerder, werkt voor Aubrey Capital Management Limited, een onderneming waaraan de Maatschappij een aantal beheermandaten heeft uitbesteed. Dit document wordt enkel ter informatie verstrekt en vormt geen beleggingsadvies of productaanbod. De informatie in dit document kan op elk moment zonder kennisgeving worden gewijzigd. De Maatschappij wijst elke rechtstreekse of onrechtstreekse aansprakelijkheid voor het gebruik van de informatie in dit document af. Dit document mag zonder voorafgaande toestemming van de Maatschappij niet worden gekopieerd, gereproduceerd, gewijzigd, vertaald of doorgegeven aan enige persoon of entiteit in een rechtsgebied waar de Maatschappij of haar producten onderworpen zouden zijn aan registratieverplichtingen of waarin die verspreiding verboden of onwettig zou zijn. Resultaten en trends uit het verleden vormen niet noodzakelijk een aanwijzing voor toekomstige resultaten of ontwikkelingen.

Cijfers en informatie van 31 Maart 2020

Gepubliceerd door TreeTop Asset Management nv, een icbe-beheermaatschappij conform hoofdstuk 15 van de Luxemburgse wet van 17 december 2010 met maatschappelijke zetel te 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, Groothertogdom Luxemburg.