



# Brief van de beheerder 4e kwartaal 2019



**Andrew Dalrymple**

De strategie heeft een licht teleurstellend kwartaal achter de rug en is wat achtergebleven t.o.v. de referentie-index. **Het rendement over het hele jaar is daarentegen wel bijzonder bevredigend.** De zwakkere prestatie in de laatste drie maanden van het jaar is vooral te wijten aan de sterke verschuiving in de sectorvoorkeuren van beleggers begin september. Beleggers lieten groeiaandelen namelijk vallen voor defensieve en lager gewaardeerde aandelen. Daardoor waren groeiaandelen in het laatste kwartaal wat uit de gratie. Die trendkering op de markt was het gevolg van een forse klim van de obligatierente, die tot dan gestaag was gedaald. Die klim was op zijn beurt het gevolg van een stijging van de inflatieverwachtingen, een groeiversnelling in de VS en een minder inschikkelijke Federal Reserve (die haar beleid in juli nog versoepeld had). Zoals altijd was dat voor beleggers een reden om zich op waarde aandelen te gooien en groeiaandelen links te laten liggen, waardoor aandelen met een hoge K/W in september ruim achterbleven bij die met een lage K/W. Aangezien onze strategie gericht is op groeiaandelen, was een achterstand op de markt in die omstandigheden onvermijdelijk.

Ook **de sectoren mijnbouw, energie en halfgeleiders stegen fors.** We beleggen daar zelden of nooit in, omdat de resultaten van bedrijven uit die sectoren bijzonder cyclisch zijn en het rendement van hun aandelen bijna nooit aan onze eisen voldoet. In de voorbije periode was de strategie vooral gericht op de Verenigde Staten en Azië.

Het vijandelijke vuur trof vooral onze Amerikaanse matrozen. **Vooraf medische technologiebedrijven kregen het hard te verduren.** Zo belandden **Exact Sciences** en **Dexcom** allebei in de ziekenboeg, en zoals altijd deelden technologiebedrijven ook enigszins in de klappen. **Appian, Chegg, Rapid 7** en **Match Group** verloren uiteindelijk heel wat bloed door de gevechten. We hoeven dat echter niet te dramatiseren. Zo verloor **Appian** in september weliswaar 20%, maar was het aandeel in augustus met 51% opgeveerd. Bovendien hadden onze posities in de Verenigde Staten in de eerste negen maanden van het jaar uitzonderlijk sterk gepresteerd en bleven we ervan uitgaan dat goede derdekwartaalcijfers tot een herstel zouden leiden.

En dat is ook precies wat er gebeurd is. **De derdekwartaalcijfers in de Verenigde Staten waren het hoogtepunt van oktober en zorgden voor meer vuurwerk dan normaal.** Zoals gewoonlijk werd de minste teleurstelling bijzonder zwaar afgestraft. **Servicemaster**, een ongediertebestrijder die zich vooral toespitst op termieten, waarschuwde voor bijzonder teleurstellende resultaten, waardoor het aandeel met 20% kelderde. We hadden het bedrijf in onze portefeuille wegens zijn defensieve groeiprofiel. Begrijpelijkerwijs hadden we niet voorzien dat een bijzonder agressieve en verwoestende termietensoort van Formosa zou opduiken die het aantal claims fors deed stijgen. Zoals gewoonlijk wanneer een aandeel zo'n grote schade oploopt, gaven we het een zeemansgraf. Ter vervanging van de

## Brief van de beheerder – 4e kwartaal 2019

### Andrew Dalrymple

---

ongediertebestrijder namen we een belang in **Copart**, een toonaangevende aanbieder van veilings- en andere gerelateerde diensten voor autokerkhoven. **Exact Sciences** had het ook moeilijk in afwachting van de publicatie van zijn resultaten. Uiteindelijk bleek dat onterecht, aangezien de omzet in het derde kwartaal met 85% is gegroeid en de winst 21% hoger uitkwam. Het bedrijf blijft zwaar investeren in verkoop en marketing. De rest van onze Amerikaanse matrozen presteerde ook behoorlijk. Zo veerden **Visa** en **Pool Corporation** flink op en gingen ook **Dexcom**, **Keysight Technologies** en **Zoetis** in oktober omhoog, waardoor ze zich herstelden van de verliezen in september.

Een van de belangrijkste gebeurtenissen van de tweede helft van 2019 was onze **verkenningsexpeditie naar China in september**. Ondanks het negatieve klimaat door de economische groeivertraging en het handelsconflict tussen de VS en China kwamen we enthousiast terug. Terwijl de rest van de wereld alleen maar aan die twee problemen kan denken, heeft geen enkele bedrijfsmanager ze ter sprake gebracht, al moeten we toegeven dat we geen fabrikanten en exportbedrijven bezocht hebben, aangezien we ons concentreren op de consumptiesector. Twee van onze meest bemoedigende ontmoetingen waren die met het management van twee bedrijven waarin we belegd zijn, namelijk **China International Travel Services**, de dominerende taxfreespeler van het land, en **Yihai International**, dat smaken voor Chinese fondue produceert. Ondanks de vermeende groeivertraging blijft het aantal buitenlandse reizen fors stijgen en volgt de taxfreesector dat groeitempo. Chinese-fonduerestaurants blijven razend populair in China en de markt heeft nog een groot potentieel. We hebben dat zelf kunnen vaststellen. We hebben namelijk een stop ingelast om proviand in te slaan bij **Haidilao**, dat ongeveer 500 van dergelijke restaurants uitbaat en tot dezelfde groep behoort als **Yihai**. We genoten niet alleen van de maaltijd, maar zagen ook hoe druk het in het restaurant was. De consumptie in China (de enige focus van de strategie) blijft goed op peil. Dat is een feit.

In oktober was het extra rendement van de strategie ten opzichte van de referentie-index vooral te danken aan **enkele Chinese matrozen die we na de expeditie hadden gerekruteerd**. We hebben daarbij een enigszins contraire aanpak gevolgd, aangezien China maar heel zelden positief wordt bekeken en Chinese bedrijven eind oktober goed waren voor nagenoeg een derde van de strategie. Onze nieuwe positie in de marktleider voor de thuislevering van maaltijden **Meituan Dianping** nam meteen een vliegende start en steeg diezelfde maand nog met 17%, terwijl de fabrikant van smaken voor Chinese fondue **Yihai** en de keten van Chinese fonduerestaurants **Haidilao** respectievelijk 15% en 7% hoger klommen. Hoewel **Yihai** al meer dan een jaar een hardwerkende matroos op ons schip is, maakt **Haidilao** nog maar sinds oktober deel uit van onze bemanning. Het bedrijf baat bijna 600 fonduerestaurants in China uit en plant een snelle expansie. Er was ook nog een andere nieuwe rekrut die tot onze best presterende matrozen behoorde, namelijk **New Oriental Education**. **New Oriental** is naar onze mening een uitstekend en zeer defensief bedrijf, aangezien het zijn inkomsten vooral haalt uit zijn leercentra in plaats van onlinelessen. Het aandeel sloot de maand 10% hoger af. De enige kleine smet op het Chinese blazoen in oktober waren de taxfreereus **China International Travel**, die 1,6% lager ging omdat zijn resultaten de verwachtingen niet overtroffen, en **Tencent**, dat bleef zwalpen en 3% verloor.

**In Europa** pakte de Duitse financiële dienstverlener **Hypoport** al voor de officiële publicatie van zijn resultaten uit met sterke cijfers over het verkeer op zijn onlineplatform, waardoor het aandeel met 23% opveerde. We hebben nadien wat winst genomen, omdat het aandeel over het voorbije jaar ruim verdubbeld is, al hadden we aan het eind van het jaar nog altijd een aanzienlijke positie.

In november publiceerden nog meer bedrijven hun resultaten. **De uitblinkers van die maand waren Axon Enterprises en Dexcom**. **Axon** maakt tasers om onrustzaaiers en agressieve en gevaarlijke personen te bedwingen, alsook lichaamscamera's, die veelal gedragen worden door politieagenten om problematische situaties op te nemen. Hoewel de derdekwartalcijfers veeleer geruststellend dan sterk waren, is het aandeel met 44% opgeveerd. Trouwe lezers weten dat we al lang fan zijn van **Dexcom**, een fabrikant van medische toestellen die de levenskwaliteit van patiënten verbeteren (toestellen voor permanente monitoring van de bloedsuikerspiegel). De omzet steeg in het derde kwartaal met 48%, en ook de marges gingen er fors op vooruit. Door die sterke prestaties en de optimistische vooruitzichten ging het aandeel in november 47% hoger.

## Brief van de beheerder – 4e kwartaal 2019

### Andrew Dalrymple

---

**We hebben in november ook weer twee oude vrienden aan boord genomen**, namelijk **Freshpet** en **Intuitive Surgical**. Zoals de naam het suggereert, is **Freshpet** een toonaangevende leverancier van verse voeding voor steeds meer als mensen behandelde, kieskeurige, rotverwende huisdieren die alsmaar vatbaarder worden voor allergieën (of misschien zijn het wel de baasjes die kieskeurig en rotverwend zijn!). **Intuitive Surgical** is de fabrikant van de intussen alomtegenwoordige Da Vinci-toestellen voor robotchirurgie, die steeds gesofisticeerder worden en daardoor voor alsmaar meer chirurgische ingrepen kunnen worden gebruikt. We hebben ook belegd in **Resmed**, dat apparaten voor de behandeling van slaapapneu (snurken) produceert. We hebben het management in de loop van de jaren meerdere keren ontmoet, maar hebben helaas maar kortstondig een positie in het bedrijf aangehouden, en dat was jaren geleden. Slaapapneu wordt algemeen erkend als een aandoening die patiënten sterk verzwakt, en de toestellen van **Resmed** blijven de voorkeursbehandeling. Het leven aan boord van ons schip is voor alle drie de matrozen goed begonnen. Zij kwamen in de plaats van **Chegg**, dat niet helemaal naar onze tevredenheid presteerde, **Match Group**, een positie die bijzonder winstgevend was geweest, en de al even succesvolle keten van schoenenwinkels **Bata India**.

**December was heel wat rustiger**. Er was weinig bedrijfsnieuws en de strategie bleef licht achter bij de referentie-index. Die achterstand was te wijten aan winstnemingen op heel wat van de Chinese bedrijven en onze voorzichtigere houding tegenover Amerikaanse groeiaandelen, die in het algemeen een bijzonder goed jaar achter de rug hebben. Tot onze grote verbazing vielen er in het vierde kwartaal ook in Europese wateren grote prijzen te rapen. Helaas hebben we die aan ons laten voorbijgaan en onze vuurkracht gespaard. De verleiding om alle galjoenen die schatten vervoeren te achtervolgen is groot, maar we vonden het raadzaam om deze keer spaarzaam om te springen met onze munitie, ook al zijn we daardoor heel wat rijkdom misgelopen.

**Ons vermogen blijft evenwel volledig belegd, en we zijn nog altijd optimistisch**. We gaan er bovendien van uit dat de strategie gefocust zal blijven op de Verenigde Staten en Azië, omdat die volgens ons de twee meest veelbelovende groeimarkten zijn<sup>1</sup>. Onze scherpzichtige matrozen in het kraaiennest zien nog altijd heel wat schepen met grote schatten aan boord. We hopen die binnen het bereik van onze kanonnen te brengen wanneer de wind en het getij dat toelaten. Onze oorlogsvlag wappert al aan de mast en de eerste entering van het jaar komt eraan, aangezien Amerikaanse bedrijven eind januari hun jaarresultaten beginnen te publiceren. Zoals altijd zal veel afhangen van die resultaten, want de Amerikaanse markt zet doorgaans de toon voor de markten in de rest van de wereld.

---

<sup>1</sup> Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.

**Brief van de beheerder – 4e kwartaal 2019**  
**Andrew Dalrymple**

---

---

*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 December 2019.*

---

*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.*

---