



## Brief van de Beheerder 2de kwartaal 2021

*Andrew Dalrymple*

Trouwe lezers zullen weten dat de strategie in 2020 een uitstekend jaar kende, omdat ze inzette op de groeiaandelen die sterk profiteerden van de verstoring door Covid-19. Maar na een zeer sterke start van het jaar, was er medio februari een zeer scherpe verkoopgolf in deze aandelen, met zeer nadelige gevolgen. Hoewel de groeimarkten in april weer wat opveerden, kwamen ze begin mei opnieuw onder druk te staan, waarna ze in juni opnieuw hun evenwicht terugvonden.

De aanleiding voor deze ernstige correctie was de waarschijnlijke hervatting van de economische normaliteit door de versoepeling van de Covid-restricties. Dit leidde tot een enorm enthousiasme voor cyclische sectoren, zoals energie, mijnbouw, financiële en industriële aandelen, allemaal sectoren die we zelden benaderen, maar die niettemin grote delen van de wereldaandelenindexen vormen. Een groot deel van de aankopen in deze sectoren werd ongetwijfeld aangewakkerd door de aanzienlijke winstnemingen op de technologieaandelen en andere sectoren die zo sterk hadden gepresteerd tijdens de lockdown. In de afgelopen jaren is het moeilijk zich een tijd te herinneren in de beleggingswereld waarin het marktleiderschap zo ingrijpend en zo snel is omgeslagen. Het was dan ook onvermijdelijk dat we door onze focus op groeiaandelen en gezien de omstandigheden het minder goed deden dan de benchmark.

Een andere reden voor de overgang in marktleiderschap was een sterke overtuiging dat de inflatie op het punt staat een ongewenste terugkeer te maken. De redenen daarvoor zijn zeer gegronnd, in die zin dat de spaarquota in alle ontwikkelde economieën sterk zijn gestegen en de balansen van de huishoudens fors zijn verbeterd, nu de uitgaven door de lockdowns zo sterk werden teruggeschroefd. Gevreesd wordt dat wanneer deze inhaalbestedingen vrijkomen, dit onvermijdelijk tot inflatie zal leiden. Bovendien hebben de regeringen, zoals bekend, hun economieën overspoeld met liquiditeit en extra bestedingsverplichtingen. Als gevolg van deze vrees stegen de obligatierendementen fors, een onwenselijke achtergrond voor onze beleggingsstijl. Maar sinds de piek medio mei zijn de rendementen gestaag teruggelopen en hoewel de grondstoffenprijzen behoorlijk sterk zijn geweest, is er voor veel belangrijke componenten een recente daling in het momentum opgetreden, zoals bijvoorbeeld voor de prijzen van het timmerhout in de VS die fors zijn gedaald. Dit heeft de achtergrond voor groeiaandelen sterk verbeterd en sindsdien heeft de strategie het bijzonder goed gedaan<sup>1</sup>.

Maar hoewel het voor veel van onze posities een volatiel kwartaal is geweest, bieden de resultaten die ze produceren ons een grote stimulans, en het lijkt nu alsof beleggers positief reageren op goed nieuws. In China deden enkele uitstekende kwartaalresultaten van **Bilibili** en een geruststellend aantal cijfers van vaste waarde **Tencent**, het sentiment in begin mei sterk versterken, terwijl **Meituan** in het eerste kwartaal een totale omzetstijging van 121% liet zien tegenover het voorgaande jaar, met nog eens 59 miljoen gebruikers van hun diensten, waardoor de totale gebruikersbasis op 569 miljoen werd gebracht. **NIO**, China's grootste producent van elektrische luxeauto's, bracht enkele sterke maandelijkse verkoopcijfers: het bedrijf verkocht 8.083 auto's in juni, 20% meer dan in mei en 116% meer dan een jaar geleden. Dankzij dit uitstekende nieuws stegen de aandelen, die sinds februari zwaar onder druk stonden, sterk: bijna 38% in de maand juni alleen. **FUTU**, een recente aanvulling op de strategie, en een

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

toonaangevende online broker en marktinformatieleverancier, die actief is in Hong Kong, Singapore en de VS, steeg met 26%. Het bedrijf blijft een sterke stijging zien van het aantal klanten, activa van klanten en handelsvolumes. Het aandeel heeft al het terrein teruggewonnen dat het door een recente fondsenwerving was verloren.

Tegenover deze geruststellende cijfers staat dat veel van de grotere Chinese technologie- en dienstenbedrijven de afgelopen twee maanden flink onder vuur zijn komen te liggen van de toezichthouders. Het is een beetje moeilijk om te bepalen waar dit zal eindigen en of het zal escaleren, maar het is ontmoedigend om te zien hoe de "zware hand" van de Chinese Communistische Partij (niet bepaald een bedrijfsvriendelijke organisatie!), zich bemoeit met de meest succesvolle bedrijven van het land. Het ergste slachtoffer van de strategie was **New Oriental Education**, China's grootste naschoolse bijlesbedrijf. Om te beginnen leek het alsof de stadsautoriteiten in Beijing strengere kwalificatievereisten voor docenten zouden gaan opleggen, wat voor het bedrijf geen probleem zou zijn geweest, maar vervolgens spraken president Xi en anderen hun ongenoegen uit over de druk die op kinderen werd uitgeoefend, samen met een afkeer van het feit dat mensen met geld hun kinderen gemakkelijker vooruit konden helpen. Voor dit incident zouden we **New Oriental** hebben gemerkt als een van onze meest stabiele groeiaandelen, zo groot is de prioriteit die de Chinezen aan de opvoeding van kinderen toekennen, maar het aandeel corrigeerde scherp, wat zelden een ideaal moment is om een aandeel te verkopen. Toch verkochten we het en het aandeel is sinds onze uitstap opnieuw gehalveerd. Ondertussen staan **Tencent** en **Meituan** om diverse obscure redenen onder controle en staan ook hun aandelen onder druk. Onze hoop is dat, aangezien de particuliere sector nu de meeste Chinese werknemers in dienst heeft, het doel van de regering de bescherming van de werknemers en de consument is, in plaats van het vernietigen van particuliere bedrijven, die in toenemende mate van essentieel belang zijn voor de economische groei.

In Amerika – de andere kritieke regio voor onze strategie – waren de resultaten van onze posities in het eerste kwartaal bijna volledig zeer bevredigend. Vooral onze lang aangehouden posities in **Intuitive Surgical** en **Pool Corporation** waren in dit verband bijzonder belangrijk. Het enthousiasme voor zwembaden in Amerika blijft onverminderd bestaan, terwijl **Intuitive Surgical**, dat Da Vinci robotchirurgische apparatuur maakt, sterk steeg in de hoop dat het aantal niet-noodzakelijke ingrepen weer zal toenemen, nu de Covid-pandemie afneemt. **Docusign**, de toonaangevende aanbieder van e-handtekeningsfaciliteiten, kondigde een omzet van USD 469 miljoen aan, 58% hoger dan een jaar geleden, waarbij ook de brutomarges stegen tot 78%. Het bedrijf, dat nu bijna een miljoen klanten heeft en honderden miljoenen gebruikers in meer dan 180 landen, bood optimistische forward guidance, en zoals verwacht, stegen de aandelen met 38,6% in juni alleen, en bereikten ze een nieuw hoogtepunt voor het jaar. **SiTime**, dat chips voor siliciumtijdmeting produceert die in elektronische apparaten worden gebruikt en die snel de nieuwe standaard voor de industrie aan het worden zijn, deed het ook uitstekend. Zij kondigden een aanzienlijk nieuw contract aan, en hoewel nog steeds een klein bedrijf, lijkt deze goed verankerde entiteit nu een steeds sterkere positie in de markt te hebben. **Axon Enterprises**, producent van tasers en bodycamera's die worden gebruikt door politie- en beveiligingspersoneel, kende ook een verheugende terugkeer naar vorm en steeg met 25%. Het is het conferentieseizoen in Amerika, en het bedrijf heeft enthousiast gepresenteerd, wat tot upgrades van de makelaars heeft geleid. Het lijkt ook alsof de belachelijke "defunding the police"-campagne in Amerika om voor de hand liggende redenen wordt teruggeschroefd. Dit leek voor sommige beleggers immers een wolk te zijn die over het aandeel hing. En ten slotte kwam **Dexcom** – het diabetesmonitoringsysteem dat we al lange tijd in portefeuille hebben en dat zeer winstgevend is – ook tot leven met een stijging van 15,6% in juni. Het aandeel is het afgelopen jaar frustrerend statisch geweest, vooruitlopend op de lancering van een nieuwe en verbeterde bloedglucosemonitor later dit jaar, en het bedrijf blijft zoeken naar manieren om toegang te krijgen tot de markt van de Type 2, niet-insuline afhankelijke diabetes, die een enorme kans biedt.

We starten het derde kwartaal in een veel betere conditie, nu onze bedrijven zeer goede cijfers leveren, markten minder kwetsbaar lijken, en de verdiensten van groeiaandelen opnieuw erkend worden<sup>1</sup>. De obligatierementen dalen weer, en we zijn inderdaad van mening dat de inflatievrees misplaatst is. Wat we de afgelopen maanden hebben gezien, is een beperkte toeleveringsketen die onder druk komt te staan door de toegenomen vraag, wat tot knelpunten en hogere prijzen leidt. We verwachten dat wanneer deze onevenwichtigheden worden opgelost, de inflatiedruk zal afnemen, en we blijven van mening dat veel van de onlinediensten en de e-commercesectoren die vorig jaar zo essentieel werden, belangrijke sectoren zullen blijven voor de toekomst.

---

*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 30 juni 2021*

---

*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.*

---