



Brief van de Beheerder 3de kwartaal 2021

Andrew Dalrymple

Trouwe lezers zullen weten dat na een zeer sterke start van het jaar, en een uitstekend jaar in 2020, het marktsentiment midden februari evolueerde tegen groeiaandelen, aangezien beleggers de winnaars van de Covid-pandemie verkochten, ten gunste van tegenhangers die naar verwachting zullen profiteren van een terugkeer naar de normaliteit. Het resultaat was dat industrie, mijnbouw, energieaandelen en banken een zeer winstgevende periode kenden. Die laatsten profiteerden vooral van de stijging van de obligatierendementen en de vrees voor inflatoire druk die leidde tot hogere rentevoeten.

Deze dynamiek hield aan tot het midden van het jaar maar keerde recent radicaal om, waardoor groeiaandelen de afgelopen drie maanden opnieuw op de voorgrond zijn gekomen. Hoewel de strategie geen bijzonder winstgevend kwartaal heeft gekend, lijkt het erop dat de zaken weer op de goede weg zijn.

Juli was een moeilijke maand, met een ietwat mindere prestatie die vooral is toe te schrijven aan een zeer zwakke markt in China, waar de strategie nog steeds een aanzienlijke blootstelling had. De alom gekende aanval van de Chinese overheid op de particuliere onderwijssector en de dreiging om de meest dominante onlinedienstenbedrijven te reguleren, stuurden schokken door de markt. Ongeveer 16% van alle kinderen in China woont een of andere vorm van bijscholing bij, en het is een industrie die de afgelopen drie jaar met meer dan 30% is gegroeid. Er zijn meerdere aanbieders, zowel online als offline, en gezien de enorme prioriteit die Chinese ouders geven aan onderwijs, hebben we het altijd als een van de veiligste en beste groeiopportuniteiten beschouwd. Maar de dienst is duur en werkt de sociale ongelijkheid in de hand, en de regering heeft nu besloten dat het alleen kan worden geleverd op non-profit basis. Alle toonaangevende beursgenoteerde bedrijven van de sector zijn gedaald tot het niveau van hun liquidatiewaarde; de meeste met een daling van meer dan 90% ten opzichte van de pieken die ze in februari hadden bereikt. De strategie was eigenaar van **New Oriental Education**, de grootste en meest gerenommeerde opleidingsonderneming tot mei, toen geruchten over striktere regelgeving het aandeel deden haperen. Hoewel de positie met winst werd verkocht, deden we het met spijt in het hart. Onze beslissing is erg positief gebleken.

De reden om de aandacht te vestigen op deze kwestie – die afgelopen kwartaal trouwens geen rechtstreekse invloed had op de strategie – is dat de Chinese regering het niet bij onderwijs lijkt te laten, maar versluisde dreigementen heeft geuit over gaming, onlangs omschreven als "geestelijk opium", en van plan lijkt de meest dominante online dienstverleners te reguleren. Het resultaat was dat zowel **Tencent** (gaming) als **Meituan** (maaltijdleveringen) – twee van onze grotere posities die rechtstreeks door deze uitspraken werden getroffen – in juli een zeer moeilijk aantal weken kenden, met een daling van respectievelijk 18% en 33%. Het is dan ook zonder verbazing dat dit alles de hele Chinese markt zwaar onder druk zette. De MSCI China Index daalde dat maand met 14,1%.

Op onbevredigende wijze omdat het nooit prettig is om te verkopen wanneer de prijzen dalen, verkochten we **NIU** (elektrische scooters), **Wuliangye** (alcohol) en **Bilibili** (internetcontent), deze twee laatste nog met een behoorlijke winst. Maar hoewel we bewust zijn van de opportuniteiten die deze correctie mogelijk aan het licht heeft gebracht, verwachten we dat het nog enige tijd zal duren vooraleer de rust terugkeert op de Chinese markt. De opbrengst werd gebruikt om een nieuwe positie in te nemen in **Hellofresh**, een online aanbieder van voedselleveringen op basis van abonnementen, en om enkele posities in de VS te versterken.

In juli daarentegen verkeerden de Amerikaanse beleggingen van de strategie in een uitstekende gezondheid en vele daarvan leverden een uitstekende bijdrage. De nieuwe positie in **Align Technology** (Invisalign) steeg met 14% na de

uitstekende tweedekwartaalcijfers, een kwartaal waar het bedrijf voor het eerst de kaap van 1 miljard USD aan omzet boekte. **Dexcom** (diabetes) steeg met 21% nadat zijn tweedekwartaalcijfers de verwachtingen ruimschoots hadden overtroffen, terwijl de omzet van **Alphabet**, het moederbedrijf van Google, in het tweede kwartaal met 62% steeg, met een stijging van de nettowinst met 196%. Het aandeel is met dit nieuws amper 10% gestegen.

In Europa is **MIPS**, de Zweedse fabrikant van crash-helmen, met 24% gestegen na de tweedekwartaalcijfers. **Sinch** (mobiele berichten) herstelde zich na gelijkaardige, bemoedigende resultaten (een stijging met 21%) hoewel het tijdens de afgelopen maanden onder druk had gestaan.

Samenvattend kan worden gesteld dat de strategie in augustus een uitstekende maand kende. De meerprestatie was te danken aan enkele spectaculaire individuele aandelenbewegingen, waarvan **SiTime** in Amerika het meest opmerkelijke was. Deze producent van silicium timingchips leverde uitstekende resultaten voor het tweede kwartaal. De omzet steeg met 107% en de marges verbeterden aanzienlijk. Veel van de concurrenten van het bedrijf hebben te kampen met een tekort aan chips, maar dankzij **SiTime's** betere toegang tot het chip aanbod heeft het nieuwe markten kunnen aanboren, met name in de industrie en de automobielsector, iets wat hem anders misschien jaren tijd gevegd zou hebben. Door deze tekorten kan het bedrijf ook zijn prijzen verhogen, waardoor de winstmarges stijgen. Het aandeel is in augustus met 57% gestegen en aangezien het bijna 4% is van de strategie, had dit een aanzienlijk effect op het resultaat.

Sprout Social, dat in juli werd gekocht, steeg met 37% na bekendmaking van hun cijfers. Het bedrijf, dat software levert om bedrijven te helpen bij het monitoren en beheren van socialemediabetrokkenheid en bij het genereren van “leads”, kondigde aan dat de inkomsten met 42% zijn gestegen, dat het een recordaantal nieuwe klanten heeft en dat het voor het eerst een break-evenkwartaal kende. Het bedrijf gaf ook optimistische vooruitzichten.

Ook **Staar Surgical** blinkte uit. Het bedrijf produceert kunstmatige lenzen, die via minimaal invasieve oogchirurgie worden geplaatst om het gezichtsvermogen te verbeteren en cataracten en glaucoom te behandelen. In het tweede kwartaal steeg de omzet met 77% en klom de winst ruim boven de verwachtingen. Het grootste deel van de omzet van het bedrijf vond plaats in Azië, vooral in China, maar ze verwachten in het vierde kwartaal goedkeuring te krijgen voor hun producten voor de Amerikaanse markt. Dankzij dit onverdeeld goede nieuws steeg het aandeel met 21%.

De meeste andere Amerikaanse posities van de strategie zijn in augustus fors gestegen na zeer bemoedigende berichten. **Nvidia** steeg met 15%, terwijl **Alphabet** en **Adobe** allebei met 7% stegen. De enige tegenvaller op dit anders onberispelijke Amerikaanse landschap was **Zoom**, dat ondanks zijn extreem goede cijfers de markt niet kon bekoren, wat leidde tot een daling van 23% van het aandeel.

In Azië publiceerde **Sea Ltd** – hét online verkoopplatform van Zuidoost-Azië – opnieuw een uitstekend kwartaal. De brutowaarde van de goederen steeg met 88%, waarbij de take rate met 0,3% steeg tot 6%. Het bedrijf is nog steeds verliesgevend, omdat het blijft investeren in groei, maar aangezien het de grootste positie in de strategie is, was de stijging van 23% zeer welkom.

In Europa werd de beste prestatie neergezet door de Zweedse sms-berichtzender **Sinch**, dat 11% hoger klom, terwijl **Ashtead** (verhuur van uitrusting), **MIPS** (crash-helmen) en **Sika** (bouwmaterialen) allemaal sterke eencijferige winst boekten. Al deze winsten waren over het algemeen te danken aan positieve winstberichten.

Tot de laatste week van de maand september een “seizoen van nevels en zachte vruchtbaarheid”, zoals het hoort te zijn (een uitdrukking dat verwijst naar de dichter John Keats). Waren de markten gunstig gestemd, de strategie maakte winst en er werd een mooie vooruitgang geboekt. Maar in de laatste paar dagen van de maand was de vrees voor inflatie opnieuw toegenomen, de Federal Reserve zette een agressievere toon waardoor de rente op obligaties steeg en dit alles leidde tot een verkoopgolf in het aandelensegment. Zoals altijd hadden de snelgroeiende waarden het meeste te lijden.

Er was een groot gebrek aan belangrijk bedrijfsnieuws, omdat we buiten een rapporteringsseizoen zaten, maar het nieuws over de problemen van Evergrande in China was uitzonderlijk negatief en woog in grote mate op de opbrengsten in Azië. De gevolgen van deze wanbetaling zullen zich nog een tijd laten voelen, en het zal zaak zijn om te zien wie er nog in de neerwaartse spiraal zal worden meegesleept. Allicht geraken andere Chinese ontwikkelaars ook in de problemen en naarmate deze zaken evolueren, zal de financiële sector ongetwijfeld veel te lijden krijgen, met

name de kleinere banken en de geheimzinnige wereld van het "schaduwbankieren". Gelukkig is de blootstelling van de strategie aan China nu vrij klein (8%) door verschillende verkopen en marktbevingen, maar er zijn enkele tekenen dat de verkoopdruk afneemt. De stroom aan slecht nieuws was genadeloos sinds de regulering en de inmenging van de overheid in het begin van de zomer, en de koers van veel aandelen halveerde waardoor de waarderingen nu vrij aantrekkelijk zijn. Als het sentiment in China blijft verslechteren, zou het ons niet verbazen dat de Chinese centrale bank de vertraging zal proberen te verhelpen aan de hand van verruimingsmaatregelen. Daarom zijn we nu meer geneigd om bij tekenen van verzwakking onze bestaande posities uit te breiden, nu we het vierde kwartaal ingaan.

Het Amerikaanse deel van de strategie was ook duidelijk gemengd in september. **Staar Surgical**, fabrikant van implanteerbare lenzen, verloor 16,8%, waardoor het grootste deel van de in augustus geboekte vooruitgang werd tenietgedaan, terwijl **DocuSign** 13% verloor en **Shopify** 11% lager noteerde. Geen van deze bedrijven publiceerde belangrijk nieuws. Daarentegen kondigde **Adobe** enkele derdekwartalcijfers aan, waaruit blijkt dat de omzet met 22% steeg en de winst per aandeel met 29%. Helaas werd de forward guidance als onopmerkelijk geïnterpreteerd en verloor de koers 13%. **Kornit Digital** – de fabrikant van extreem grote printers in de textielindustrie – steeg daarentegen met 11%, terwijl **Upstart Holdings**, dat software verkoopt aan financiële instellingen om de kredietwaardigheid van klanten te evalueren, met 38% steeg na de upgrades van verschillende makelaars.

Het resultaat in Europa was min of meer vergelijkbaar. De meeste posities boekten tot de laatste week van de maand flinke winst, en allen, met uitzondering van de nieuwe positie in **PVA Tepla**, een van de belangrijke systeempleveranciers voor de halfgeleiderindustrie, hebben met daling de maand afgesloten.

Op korte termijn zullen de marktstabiliteit en de richting van de markt bepaald worden door de grondstoffenprijzen en de obligatierendementen. Begin oktober bleef de volatiliteit aanhouden. De wereldwijde logistieke problemen zijn een knelpunt, maar zullen naar onze mening niet leiden tot problemen op lange termijn. Bovendien komt het resultaatenseizoen voor het derde kwartaal in de VS eraan en het belooft dan ook een drukke en interessante periode te worden. Maar de strategie zal blijven beleggen in goed gefinancierde en goed beheerde bedrijven, die naar onze mening bijzonder goede rendementen zullen leveren op middellange en lange termijn¹.

¹ Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd

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 september 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.
