



Andrew Dalrymple

Het eerste kwartaal van 2022 was een uitzonderlijk moeilijke periode. Het is al van de financiële crisis van 2008 geleden dat we nog zo'n zware correctie hebben meegemaakt. Vooral januari was een pijnlijke maand, omdat groeiaandelen uit alle sectoren massaal werden verkocht. Voor de bredere beursindexen bleef de schade relatief beperkt, aangezien zij voor een groot deel ondersteund werden door een sterke energiesector, die vleugels kreeg door de stijgende olieprijs, terwijl de banken en andere financiële instellingen erg in trek waren omdat de hogere rente hen heel goed uitkomt. Ook de grootste groeiaandelen uit de techsector, meestal zwaargewichten in deze indices, hebben de storm tamelijk goed doorstaan. De kleinere en middelgrote groeiaandelen daarentegen kregen zware klappen.

Februari was al even slecht, terwijl de energie-, financiële en grondstoffensectoren hun opmars voortzetten. Om u een idee te geven: 42% van de 3.000 aandelen in de Nasdaq Composite in de VS was tegen eind februari al meer dan 50% in waarde gedaald sinds de start van het jaar. Maart was opnieuw extreem volatiel, en vooral de Chinese beurs beleefde slechte tijden. Door de situatie in Oekraïne en de sancties tegen Rusland leken heel wat beleggers ervan uit te gaan dat Chinese aandelen hetzelfde lot beschoren zouden zijn. De verkoopgolf die dat ontketende, spaarde niets of niemand, en in de eerste twee weken van de maand verloor de CSI 300-index 13% en moest de Hang Seng China Enterprises Index maar liefst 23,6% inleveren. Beide indices slaagden erin om een deel van dit verlies goed te maken op het einde van de maand, maar dit was niettemin een traumatische inzinking.

Verschillende redenen verklaren deze stevige beurscorrectie. Nu de Federal Reserve de lang volgehouden financiële stimuleringsmaatregelen begint af te bouwen, is de rente al heel het kwartaal gestaag aan het stijgen. Dit heeft een bijzonder negatief effect op de waarderingen van vele kleinere groeiaandelen, omdat stijgende rentevoeten de huidige waarde van toekomstige winsten verminderen, en hoewel het meestal wel goed zit met hun financiering, zijn veel van deze bedrijven nog niet winstgevend, omdat ze vooral focussen op de groei van hun bedrijf. Dalingen van 30 tot 50% in dit marktsegment waren dit kwartaal niet ongewoon.

En zoals al uitgebreid aan bod kwam in de pers, heerst er grote ongerustheid over de hoge inflatie, veroorzaakt door stijgende grondstoffenprijzen, knelpunten in de productieketens en een krappere arbeidsmarkt die tot hogere loonkosten leidt. Het lijkt wel of analisten met elkaar wedijveren om te zien wie de hoogste rentevoeten kan voorspellen tegen het einde van 2022. Bij de aftrap van het nieuwe jaar gingen we er nog van uit dat de inflatie tijdelijk van aard zou zijn, aangezien het de wereld niet echt aan iets ontbrak en de problemen in de toeleveringsketens uiteindelijk wel opgelost zouden raken. Maar de invasie van Oekraïne heeft daar de eerstkomende tijd een stokje voor gestoken, waardoor de grondstoffenprijzen pijlsnel de hoogte ingegaan zijn. Olie, gas, metalen en voedselprijzen zijn allemaal fors gestegen sinds begin dit jaar en stegen nog sneller na de Russische aanval. Onze voorspelling is nu dat de oorlog in Oekraïne nog een tijdje zal aanslepen, zonder dat een van beide partijen terrein zal willen prijsgeven. De Oekraïners lijken vastbesloten om hun hardnekkig en lovenswaardig verzet voort te zetten, terwijl de druk op Rusland zal toenemen om het conflict te beëindigen met toch iets dat wat op een overwinning lijkt. Een oude beurswijsheid leert dat hoge prijzen de beste remedie zijn tegen hoge prijzen en het onvermijdelijke gevolg zal zijn dat de productiecapaciteit uitgebreid zal worden om in te spelen op de grotere vraag, wat volgens ons snel zal gebeuren. De indicatoren voor de inflatie op langere termijn zijn nog altijd gunstig voor dit scenario, maar de vooruitzichten blijven erg onzeker.

Wat de bedrijfsresultaten van de aandelen van de strategie betreft, kondigden de meeste van onze Amerikaanse bedrijven dit kwartaal hun kwartaalresultaten of resultaten voor 2021 aan. En hoewel de aandacht vooral uitging naar de prognoses, hebben ze bijna allemaal uitstekende cijfers bekendgemaakt. **STAAR Surgical**, de fabrikant van implanteerbare contactlenzen zag zijn omzet in 2021 met 41% stijgen, met een forse toename van de winstgevendheid, een trend die dit jaar wellicht een vervolg zal krijgen. Het aandeel klom na de aankondiging 18% hoger, maar had wel al 50% verloren na de piek van vorige zomer. Ook **Axon Enterprises**, producent van tasers en bodycamera's die worden gebruikt door politie- en beveiligingspersoneel, zag zijn omzet en nettowinst met meer dan 20% aandikken. Hoewel de resultaten van **Pool Corporation** zoals gewoonlijk onberispelijk waren, is het aandeel dit jaar al met bijna 20% gedaald. **Nvidia**, de grootste producent ter wereld van grafische chips, kondigde resultaten aan die de verwachtingen ver overtroffen en verhoogde de prognoses. Ondanks dit onmiskenbaar goede nieuws, verloor het aandeel 7%. Maar het meest eigenaardige was toch wel de reactie op de verbazingwekkend goede cijfers van **SiTime**, een producent van siliciumchips voor tijdmeting. Normaal gezien zou een omzetgroei van 88%, een hoge winstgevendheid en optimistische prognoses beloofd moeten worden. Maar in de plaats daarvan kelderde het aandeel de dag nadien met 17%. Dit is de markt waarmee we het momenteel moeten doen. Ter afsluiting van dit rondje Amerikaanse bedrijfsresultaten maakten ook **Align Technologies**, **Kornit Digital**, **Old Dominion Freight** en **Dexcom** meer dan degelijke resultaten bekend.

De VS lijkt ons op dit moment de meest aantrekkelijke markt. Niet alleen is het nu een olie-exporteur, maar het land is ook redelijk immuun voor de problemen in Europa. De economie ziet er redelijk robuust uit, met een verwachte groei van het bbp van 3,3% voor dit jaar, terwijl het aantal banen nog altijd groeit, en de financiële situatie van de gezinnen gezond is. Het vooruitzicht van hogere rentevoeten zit wellicht al grotendeels in de beurskoersen verwerkt aangezien ze ruimschoots op voorhand voorspeld werden, hoewel de snelheid van de geplande afbouw van de balans van de Federal Reserve een ontwrichtend effect kan hebben. In de loop van het kwartaal hebben we een nieuwe positie ingenomen in **HEICO**, fabrikant van vliegtuigonderdelen en een gevestigde naam in de sector, terwijl we opnieuw ingestapt zijn in **Sprout Social**, waarvan de software de reactie op online advertenties of op sociale media beoordeelt. Daarnaast belegden we ook in **Doximity** en **Zillow**, en kochten we aandelen bij van **STAAR Surgical**. Laatstgenoemd bedrijf, dat zoals gezegd contactlenzen produceert die chirurgisch ingeplant worden in het oog en zo een permanente contactlens creëert, heeft zopas goedkeuring gekregen van de FDA voor zijn producten in de VS. Deze doorbraak, die heel wat vertraging had opgelopen door de gebruikelijke inertie in de openbare sector, biedt enorme groeikansen en kan een aanvulling vormen op hun bestaande activiteiten in Azië en Europa.

Anderzijds, en niet zonder tegenzin, hebben we de laatste beleggingen van de strategie in China verkocht. Vorig jaar waren we getuige van aanhoudende en verregaande bemoeienissen door de overheid, en de voortzetting van het nultolerantiebeleid ten aanzien van COVID-19 leidde tot nieuwe lockdowns in Shanghai en Shenzhen en enkele andere minder bekende steden. Dit alles doet vrezen voor een zware economische achteruitgang. Zolang deze situatie blijft duren, is het opwaartse potentieel in China volgens ons beperkt. De opbrengsten werden herbelegd in India, waar we posities kochten in **Godrej Properties** en **Maruti Suzuki**, en in Europa en de VS. We blijven optimistisch over India en geloven dat de vastgoedmarkt, die zich in een langdurige impasse bevond, een nieuwe fase is ingetreden. **Maruti Suzuki** is veruit de grootste autobouwer van India, heeft enkele interessante nieuwe modellen in de pijplijn, en profiteert van de snel aantrekkende automarkt.

Europa was nagenoeg even teleurstellend: alle beleggingen van de strategie leden verlies, hoewel ook zij betere bedrijfsresultaten blijven aankondigen. **Sika**, de Zwitserse bouwmaterialenleverancier kondigde een omzetstijging van 17% aan en een hogere winstmarge, waardoor de nettowinst over 2021 met 27% gestegen is. Ondanks dit uitstekende nieuws, stond de koers van het aandeel heel het jaar lang onder druk. **PVA Tepla**, de Duitse fabrikant van chipmachines, rapporteerde een 14% hogere groepsomzet, terwijl de winst boven de verwachtingen uitkwam. Hoewel het goed gevulde orderboek veel goeds belooft, werden de prognoses van het bedrijf voor volgend kwartaal op teleurstelling onthaald door de markt. Het aandeel onderging een stevige correctie. We hebben in de loop van de verslagperiode een nieuwe positie ingenomen in **Befesa**. Dit bedrijf, met hoofdvestiging in Luxemburg, recycleert staalstof en aluminiumresten, en is een winstgevend, bijzonder rendabel bedrijf dat profiteert van de stijgende staalprijzen. Ook hebben we een positie gekocht in **ASML** de grootste producent ter wereld van lithografiemachines voor de productie van microchips. Het bedrijf heeft vestigingen in 16 landen en een onderzoekscentrum in Californië.

Feit is dus dat de bedrijven waarin we beleggen goed presteren. Hoewel ze sterk groeien en bijzonder winstgevend zijn, worden de vooruitzichten voor de beurs vertroebeld door logistieke problemen, hogere productiekosten en de grote onzekerheid omtrent de Russische invasie van Oekraïne. Beleggers zijn niet langer bereid om bedrijven het voordeel van de twijfel te geven, en zoomen nu in op de heel korte termijn. Vandaar dat de waardering van groeiaandelen een stevige correctie heeft ondergaan, en onze hoop is nu dat dit proces stilaan ten einde is.

We verwachten dat de markten erg onvoorspelbaar zullen blijven tot de talrijke onzekerheden en inflatieverwachtingen afnemen, wat helaas niet voor meteen is. Toch willen we nog even onderstrepen dat op één uitzondering na, **Sea Ltd**, dat extreem goed gekapitaliseerd is, alle beleggingen van onze strategie bijzonder rendabel zijn en snel groeien. Bovendien heeft slechts een handvol onder hen op nettobasis schulden, waardoor ze beschermd zijn tegen het hogere renterisico. Wij verwachten dan ook dat de strategie zich in een goede uitgangspositie zal bevinden wanneer de markten hun balans terugvinden, en onze meer dan twintig jaar ervaring leert dat het zelden een goed idee is om na een dergelijke correctie te verkopen.

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 2022

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.
