



## Brief van de Beheerder 2<sup>de</sup> Kwartaal 2022

*Andrew Dalrymple*

Het waren de slechtste zes maanden voor de aandelenmarkten sinds 1970, met moeilijkheden na de heropening van de markten post-Covid, verstrakking van het beleid van de centrale banken, stijgende grondstoffenprijzen en de oorlog in Oekraïne, die samen de perfecte storm hebben veroorzaakt. Het was een uitzonderlijk teleurstellend kwartaal. Zoals altijd het geval is in dergelijke destructieve omstandigheden, werden de groeiaandelen het zwaarst getroffen, en de MSCI World Growth-index verloor tijdens de periode maar liefst 17%, terwijl de Nasdaq Composite-index 22,4% verloor.

De teloorgang van groeiaandelen in het licht van de hogere inflatie, de hogere obligatierente en de verstoorde toeleveringsketens hield de hele periode aan. Er wordt nu vrij algemeen verwacht dat een economische krimp op komst is, en tijdens het eerste kwartaal van het jaar kromp de Amerikaanse economie met 1,4%. China zette zijn agressieve "bijna nul"-Covid-strategie voort, die in april heeft geleid tot strenge lockdowns in Sjanghai, Shenzhen en bepaalde wijken van Peking, waardoor de fabrieksactiviteit afnam, de consumptie daalde en er ernstige ontwrichting in de havens ontstond. De boze achtergrond van de oorlog in Oekraïne en de hoge prijs van olie en gas maakten de perfecte storm compleet. Meer in het algemeen lijken de prijzen van alles wat na de Covid-lockdowns duurder is geworden, onredelijk hoog, van luchtvaarttarieven tot bouwmaterialen en arbeid. De energiekosten zijn aanzienlijk gestegen, en in een groot aantal sectoren is de levering van goederen en voorraden enorm vertraagd. De openbare diensten, die in het beste geval de vooruitgang belemmeren, functioneren nauwelijks en het is niet moeilijk te concluderen dat de combinatie van al deze omstandigheden de economische activiteit zal doen afnemen. Wij zien geen gemakkelijke of snelle beëindiging van de oorlog in Oekraïne en het ziet er niet naar uit dat de Chinese overheid (hoewel zij onlangs enkele beperkingen heeft versoepeld) een einde zal maken aan haar doorgaans onbuigzame houding ten aanzien van Covid.

Dit alles gezegd zijnde, werden de zeer goede resultaten van het eerste kwartaal in de VS tijdens het tweede kwartaal bekend gemaakt. Op enkele uitzonderingen na blijven de bedrijven uit de portfolio uitstekende resultaten boeken. **Pool Corporation** rapporteerde een omzetgroei van 26% in het eerste kwartaal met betere marges, **Intuitive Surgical** plaatste nog eens 311 chirurgische robots Da Vinci, en de chirurgische ingrepen stegen met 19%, **Robert Half** (rekrutering) overtrof de verwachtingen en ging hoger. **Dexcom** (diabetes monitors) rapporteerde een sterke omzetgroei van 23%. Er waren ook goede cijfers van **Mastercard**, **Alphabet** en **Old Dominion Freight**. Geen van dit goede nieuws werd beloond door de markt, met een daling van **Dexcom** met 20%, **Robert Half** met 14% en zelfs het machtige **Alphabet** zakte met 18%. De markt richtte zich, zoals het hoort, op de prognoses, die zelden slecht waren, maar ook zeker niet uitbundig. Bovendien werd de minste onvolkomenheid aangegrepen en hard afgestraft. In het geval van **Dexcom** leek het gedaalde marges te zijn, die grotendeels te wijten waren aan ongunstige wisselkoersen, en hogere kosten om de productielijn voor hun nieuwe G7-sensor te voltooien en daarom waarschijnlijk eenmalig zijn. **Sprout Social** waarvan de software de evaluatie van online en social media reclame mogelijk maakt, rapporteerde een omzetgroei van 41%, samen met enkele zeer bemoedigende contracten die werden binnengehaald. Hoewel het bedrijf nog niet winstgevend is, heeft het een zeer sterke balans met \$ 180 miljoen aan cash. **Johnson Controls**, dat airconditioning- en ventilatiesystemen voor commercieel vastgoed levert, wees daarentegen op enkele problemen met zijn toeleveringsketen. Desondanks wordt nog steeds een winstgroei van ongeveer 15% verwacht dit jaar en een koers/winstverhouding van 18x lijkt niet te hoog gegrepen. **Doximity**, de Linked-In voor artsen in de VS, rapporteerde uitstekende resultaten voor het vierde kwartaal. De omzet steeg met 40% en het bedrijf genereerde nog eens £ 45

miljoen aan cash en bracht zo het totaal op zijn balans op bijna \$ 800 miljoen. Maar een ongelooflijk ondankbare markt duwde de aandelen scherp naar beneden. Ten slotte, om deze kwartaalresultaten met een meer vrolijke noot af te sluiten, leverde **SiTime**, de fabrikant van silicium timing chips, opnieuw een uitstekend kwartaal op, en voor één keer beloofde de markt dit met een enthousiaste stijging van 26% over de maand.

Voor het eerst in twee jaar werd een reis naar Amerika gemaakt om een beleggingsconferentie in Chicago bij te wonen. Zelden kan er zo'n kloof geweest zijn tussen de presenterende bedrijven en het beleggerssentiment. Steevast kreeg het management ruimschoots de gelegenheid om toelichting te geven bij een verslechterend bedrijfsklimaat, maar bijna zonder uitzondering werd dit bewijs niet geleverd. Sommigen hadden het over moeilijkheden met de bevoorradingsketen, anderen hadden het over stijgende arbeids- en brandstofkosten, maar geen van hen beschouwde deze kwesties als bijzonder storend. Er wordt vaak gezegd dat bedrijven als laatste de trein zien aankomen, maar tegelijkertijd moet worden gezegd dat de aandelenmarkt ook ongeveer negen van de laatste twee recessies heeft gesignaleerd.

Een groot deel van de bedrijven uit de strategie stelden zich voor op de conferentie. **Staar Surgical** ging dieper in op de geplande roll-out van zijn nieuwe EVO Visian implanteerbare contactlenzen in de VS, waarbij het bedrijf zijn verwachting van 28% inkomstengroei dit jaar herhaalde, terwijl het erop bleef vertrouwen dat de beperkingen in China, dat goed is voor ongeveer de helft van hun omzet, weinig of geen blijvende impact zullen hebben. **Doximity**, dat zoals gezegd een platform heeft ontwikkeld dat zeer veel wordt gebruikt door Amerikaanse artsen, gaf een zelfverzekerd beeld van zijn activiteiten, die in toenemende mate door producenten van geneesmiddelen en medische hulpmiddelen worden gebruikt om hun producten en diensten te promoten. Het bedrijf richt zich in een vroeg stadium op de 400 medische "megamerken" in de VS, elk met een jaaromzet van meer dan \$ 100 miljoen dollar. Ten slotte lijkt **Kornit Digital**, dat zijn eigen IP heeft ontwikkeld voor inkt en systemen om rechtstreeks op weefsels en kledingstukken te printen, en dat dit jaar tot de slechtst presterende ondernemingen in de strategie behoorde, nog steeds op koers om een aanzienlijke mate van adoptie door de kleding- en mode-industrie te realiseren. **Sprout Social**, **Axon Enterprises** en **Pool Corporation** gaven ook zeer geruststellende updates, terwijl verschillende andere potentiële kansen werden geïdentificeerd.

De strategie begon het kwartaal zonder blootstelling aan China, wat gedurende het grootste deel van de periode een goede strategie was. Maar in juni was er een verrassende opleving, met een stijging van bijna 10% voor de CSI 300 Index. Een groot aantal van de zeer restrictieve lockdowns die de regering in april en mei had opgelegd, werden opgeheven of verminderd, en wij beschouwen deze reactie van de markt als bemoedigend. Na een verschrikkelijk jaar in 2021 en een zeer schadelijke vijf maanden in 2022 zou dit misschien het eerste jaar kunnen zijn dat enkele kopers aantrekt, aangezien de waarderingen goedkoper zijn dan ooit tevoren. Het sentiment tegen China is ook ongelooflijk sterk, wat gewoonlijk een zeer goede tegendraadse indicator is. Naar onze mening is het heel goed mogelijk dat we over een jaar of twee op dit moment terugkijken als een klassieke koopkans. Daarom heeft de strategie nieuwe posities genomen in **Meituan Dianping** (voedingslevering), **JD Health** (online apotheek), **East Money Information** (financiële diensten) en **Yihai** (voedingsaroma's). Dit werd gefinancierd door de blootstelling aan India en de VS te verminderen.

De Europese beleggingen waren dit kwartaal allemaal zeer zwak, gaande van een daling van 35% in **Befesa**, de Luxemburgse metaalrecycleerder, tot -18,5% in de Italiaanse IT-dienstverlener **Sesa**. Tussen deze extremen leverden **Watches of Switzerland**, **PVA Tepla** (semiconductor machines) en het Zwitserse **Sika**, een van 's werelds grootste producenten van dakbedekkingsmaterialen, allemaal rond 30% in. Net als bij hun Amerikaanse tegenhangers was er weinig of geen slecht bedrijfsnieuws en rapporteerden ze allemaal bevredigende kwartaalcijfers. Het resultaat is dat de beleggingen er nu zeer aantrekkelijk gewaardeerd uitzien, hoewel het grote voorbehoud hier, net als bij de Amerikaanse beleggingen, is dat analisten notoir traag zijn om de rampzalige effecten van een recessie te zien aankomen. Ons lijkt het er in elk geval op dat de aandelenmarkt zich geen illusies maakt en nu al het ergste verwacht.

De afgelopen twee weken zijn de grondstoffenprijzen (met uitzondering van olie) sterk gedaald en de obligatierendementen zijn de afgelopen dagen vrij fors gedaald. Dit lijkt te wijzen op een groeiende overtuiging dat de inflatieangst, die zo kenmerkend was voor de eerste helft van 2022, nu afneemt, of zelfs al voorbij is, maar dat nu een economische vertraging of recessie wordt verwacht. Het gunstige neveneffect hiervan is dat de centrale banken gedwongen zouden worden om na te denken over de gevolgen van hogere rentetarieven voor de economische groei, en het zou ons dan ook niet verbazen als de Federal Reserve het komende kwartaal een minder agressieve houding

aanneemt. Volgens ons zou dit de druk op groeiaandelen wereldwijd verlichten en een resultaat zijn dat enorm zou worden toegejuicht door de aandelenmarkten, die een herstel zouden moeten beginnen incalculeren<sup>1</sup>.

---

*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 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.*

---

---

<sup>1</sup> Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd. In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie voor de toekomst.