



## Brief van de Beheerder 2<sup>de</sup> Kwartaal 2023

### *Andrew Dalrymple*

We hebben een heel lastige tweede trimester achter de rug, met aandelenmarkten die zeer volatiel en uiteenlopend presteerden. Over het algemeen presteerde de Amerikaanse markt sterk, maar verbazingwekkend geconcentreerd op grote technologieaandelen. Europa was stabiel en iets beter, terwijl China problematisch was en teleurstellend zwak presteerde met een strategie die in de loop van het kwartaal terrein verloor.

Het leeuwendeel van dit verlies vond plaats van eind april tot half mei en werd veroorzaakt door een zeer moeilijke en koortsachtige Amerikaanse reportingperiode over het eerste kwartaal. Het marktsentiment was al ergsomer, met hoge cashposities en veel angst voor nog meer bankfaillissementen in de VS na de ondergang van Silicon Valley Bank en Signature Bank. Als gevolg van zo'n kwetsbaar vertrouwen werd alles wat ook maar enigszins als negatief kon worden opgevat zeer hard afgestraft door beleggers, of waarschijnlijker, short sellers. Tegelijkertijd verhoogden de Federal Reserve en de ECB de rentevoeten opnieuw, wat de stemming nog verder drukte.

Het gevolg hiervan was dat toen de reporting in mei echt begon, veel van de posities van de strategie aanzienlijk terugvielen. **Axon Enterprises** bijvoorbeeld, dat een wereldmonopolie heeft op het gebied van Taser-wapens en lichaamscamera's die door politieagenten worden gedragen, rapporteerde een omzetgroei van 17,4% voor Tasers, terwijl de verkoop van camera's en bijbehorende software met 51% hoger lag. Ondanks het verhogen van de winstverwachting voor het jaar, daalde het aandeel scherp, waarbij de nogal zwakke verklaring zich leek te concentreren op de lancering van een nieuwe generatie Taser, wat zou kunnen leiden tot een lagere verkoop van bestaande modellen tijdens de overgang. **Ulta Beauty** daalde in mei met 25,7%. De aandelen hebben de afgelopen twee jaar extreem goed gepresteerd, maar ondanks de aankondiging van een kwartaalomzetgroei van 12%, inclusief 9% groei van de vergelijkbare omzet, gaf het bedrijf toe dat georganiseerde diefstal een probleem was geworden. Vóór deze aankondiging werden de aandelen verhandeld tegen een vrij lage K/W van 19x en hoewel de winstverwachtingen slechts licht werden bijgesteld, daalde de multiple naar 16,5x. **Tractor Supply** daalde met 12,1% na het missen van de consensusverwachtingen met slechts 3% in hun eerste kwartaal. Weersomstandigheden kunnen van invloed zijn geweest op hun cijfers, die naar onze mening erg hard werden beoordeeld. In de luchtvaartsector werd een van de drone-systemen van **Aerovironment** uitgesloten van een proef van het Amerikaanse leger en verloor het bedrijf 14,6%, terwijl **Heico** een zeer volatiele periode doormaakte. Het bedrijf steeg sterk door een aangekondigde overname van een rivaal en daalde daarna even sterk ondanks een "solide afdruk" die een recordhoge winst en een stijgende vrije kasstroom liet zien.

In de groep van de goede Amerikaanse leerlingen kwam **Dexcom**, onze lang gevestigde diabetesheld, met kwartaalcijfers die de prognoses overtroffen, wat leidde tot hogere marges. De omzet steeg met 19% en het bedrijf verhoogde de verwachtingen voor het jaar. **Doximity** en **Staar Surgical** kenden ook een goede maand mei met stijgingen van respectievelijk 13,5% en 10,2%. De eerste biedt een communicatie- en marketingplatform voor artsen en farmabedrijven, terwijl de tweede implanteerbare corrigerende lenzen produceert om bijziendheid te behandelen. Beide zijn in goede financiële gezondheid, maar de markt heeft het afgelopen jaar nauwelijks aandacht besteed aan hun zeer aantrekkelijke kwaliteiten en de aandelen werden zwaar afgestraft.

Het andere topic dit kwartaal was een plotselinge en verbazingwekkende uitbarsting van enthousiasme voor elk aandeel dat ook maar in de verste verte in verband kon worden gebracht met artificiële intelligentie (AI). Een zeer bullish update van **Nvidia**, 's werelds grootste maker van grafische computerchips, wakkerde dit enthousiasme aan en resulteerde in een enorme rally in halfgeleideraandelen, met de Philadelphia Semiconductor Index, die dit jaar met

bijna 50% is gestegen, alleen al in mei met 18,5%. Tegelijkertijd schoten alle grote technologie- en/of AI-spelers omhoog, met Amazon, Meta Platforms, Alphabet, Netflix, Microsoft en **Tesla** die uitzonderlijk goed presteerden, terwijl **Nvidia** zelf een verbazingwekkende 52% winst boekte in de loop van het kwartaal en haar marktkapitalisatie naar meer dan een biljoen dollar deed stijgen. Deze zeven zijn nu goed voor op één na alle acht grootste aandelen in de S&P 500 en samen zijn ze goed voor 27,4% van de index, waardoor 72% overblijft voor de andere 493 aandelen. Zo'n verbazingwekkende concentratie betekent dat, om te outperformen, dit kwartaal een zeer grote blootstelling aan deze namen nodig zou zijn geweest. Helaas maakte geen van hen op dat moment deel uit van de strategie, die achteraf gezien, en als gevolg van de zeer moeilijke markten van het afgelopen jaar of langer, veel te defensief was gepositioneerd.

Gelukkig werd een deel van de schade in Amerika goedgehaakt in juni, toen de markt het idee begon te krijgen dat de Federal Reserve het einde van de renteverstrakkingcyclus naderde. Het was een maand met weinig bedrijfsnieuws, met als best presterende aandeel **Pool Corporation**, dat veruit marktleider is in de distributie van onderhoudsproducten voor zwembaden. De aandelen hebben minstens het afgelopen jaar flink onder druk gestaan omdat beleggers zich zorgen maakten over de gevolgen van hogere rentevoeten voor zwembadinstallaties. Maar samen met verschillende andere bedrijven die actief zijn in de woningbouw en woningdiensten heeft het recent een mooie opleving gekend en steeg het met 18,4% in juni. De maker van vliegtuigonderdelen **Heico** kende ook een veel betere maand met een winst van 14,5%, wat een vertraagde reactie kan zijn geweest op de goede reeks resultaten voor het tweede kwartaal eind mei, evenals de Paris Air Show waar de bestellingen voor nieuwe vliegtuigen verrassend sterk waren, vooral van Aziatische luchtvaartmaatschappijen. **Wolfspeed**, de maker van siliciumcarbidesubstraten en halfgeleiders, die een relatief nieuwe toevoeging is aan de strategie en een teleurstellende start heeft gemaakt, veerde mooi op toen de hoop steeg op extra financiering voor de bouw van hun nieuwe halfgeleiderfabriek. Dit is nu afgerond en de aandelen zijn in de eerste weken van juli inderdaad zeer mooi blijven stijgen.

Daarentegen waren de Europese markten het afgelopen kwartaal gematigder en over het algemeen gunstig. **ASML** profiteerde in elk geval sterk van alles wat met AI en halfgeleiders te maken heeft en steeg sterk in mei. **LVMH** begon sterk aan de reportingperiode voordat de winstnemingen begonnen, waardoor het bedrijf slechts een lichte voorsprong had, terwijl **Ashtead** een positieve bijdrage leverde na de publicatie van zeer goede eindejaarscijfers die een omzetgroei van 21,4% lieten zien, wat leidde tot een winststijging van 23,8%. Insulineproducent **Novo Nordisk** bewoog amper, ondanks aanhoudend enthousiasme voor zijn medicijn tegen gewichtsverlies 'Wegovy', maar het is tot nu toe een goed presterend aandeel voor het jaar. De best presterende posities dit kwartaal waren **Ferrari** en **Dino Polska**. De Poolse supermarkt zette een zeer sterke prestatie neer dankzij een robuuste Poolse aandelenmarkt en voortdurende winstverbeteringen. **Ferrari**, misschien wel het ultieme luxeconsumptieaandeel, had ook een zeer goede periode, omdat verschillende brokers hun verwachtingen verhoogden en het bedrijf een nieuw aandeleninkoopprogramma aankondigde. Het winnen van de 24-uursrace van Le Mans droeg bij aan de euforie, een opmerkelijke triomf omdat het de eerste deelname van Ferrari was sinds 1973.

De blootstelling van de strategie aan Azië betrof bijna volledig China, en dit heeft weinig opgeleverd. De aandelenmarkt is blijven kwijnen door de teleurstellende economische cijfers en de normalisering laat lang op zich wachten. Het leek niet onredelijk om te veronderstellen dat het einde van hun immens lange lockdown opgekropte dierlijke geesten zou losmaken, maar de zeer zwakke vastgoedmarkt, de hoge werkloosheid en de verminderde welvaart (niemand betaalde de Chinezen om niets te doen tijdens de lockdown) hebben samen gezorgd voor een gedemoraliseerde en voorzichtige consument. Helaas hebben **Alibaba**, **New Oriental Education** en **Meituan** allemaal een negatieve bijdrage geleverd. Om dit tegen te gaan, zijn ze nu verkocht en werd de weging in India verhoogd met de aankoop van **DLF Ltd** en **Godrej Properties**, twee van de grootste vastgoedontwikkelaars van het land, evenals **Apollo Hospitals**, de dominante Indiase exploitant van ziekenhuizen en apotheken. De inflatie in India is laag, de rentevoeten dalen en het vastgoed is heel betaalbaar, terwijl **Apollo**, na een uitstekende periode in 2020 en 2021, de afgelopen twee jaar heeft gewerkt aan zijn rating, die volgens ons nu zeer aantrekkelijk is. De private gezondheidszorgmarkt in India bevindt zich in een ongelooflijk vroege groeifase en lijkt ons een enorme meerjarige groeikans te zijn.

Terwijl we deze brief schrijven, lijkt het vertrouwen in aandelen toe te nemen, vooral in de VS, die nog steeds de algemene richting van de wereldwijde markt bepalen<sup>1</sup>. De marktbreedte is merkbaar beter en hoewel technologie nog steeds leidend is, beginnen andere sectoren zoals diensten, huizen en industrie beter te presteren. Dit zijn allemaal segmenten die verder zullen herstellen indien, zoals waarschijnlijk lijkt, de inflatie blijft dalen, waardoor de Federal Reserve kan stoppen met het verhogen van de rente. De strategie is nu wat agressiever gepositioneerd, met een grotere blootstelling aan technologie, na de aankoop van **Adobe** en **Broadcom**, evenals huisvestingsgerelateerde dienstverleners zoals **Zillow Group** en **First Service**. Er zijn geen noemenswaardige veranderingen in het Europese luik van de strategie, met **Ferrari**, **Novo Nordisk**, **LVMH** en **ASML** als de belangrijkste posities, terwijl **Dino Polska** er veelbelovend blijft uitzien. Zoals gezegd is de Aziatische blootstelling voornamelijk in India geconcentreerd.

---

*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 2023*

---

*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> Zonder prestatie- of resultaatgarantie