



Andrew Dalrymple

We hebben een matig en volatiel kwartaal achter de rug, waarin de prestaties van onze strategie uiteindelijk min of meer pas op de plaats heeft gemaakt. De renteverhogingen in de ontwikkelde landen en de stijgende olieprijs als gevolg van productiebeperkingen door de OPEC wogen op de markten. Die tegenwind maakte het bijzonder moeilijk om winst te boeken – de MSCI World Index (EUR) koerste over de drie afgelopen maanden zelfs 0,9% lager.

Juli was een goede maand, waarin ondanks de gestaag stijgende richt- en obligatierentes een groeiend deel van de markt erop vooruitging. De eerste zes maanden van het jaar werd de Amerikaanse markt compleet gedomineerd door de acht grootste aandelen in de index, stuk voor stuk bekende namen en in zeven van de acht gevallen grote technologiebedrijven. Die koersten in een uitstekende eerste jaarhelft flink hoger, maar in juli was er meer enthousiasme voor middelgrote bedrijven en liepen aandelen uit de industrie, de commerciële dienstverlening, de financiële sector en de energiesector voorop.

Een andere belangrijke ontwikkeling in juli was dat de Chinese aandelenmarkt in de laatste week van de maand sterk opleefde. Hij koerste 8% hoger nadat een congres van de Communistische Partij er in bedekte termen op had gezinspeeld dat er economische stimuli zaten aan te komen. Jammer genoeg hadden wij, na zes uiterst frustrerende maanden, eerder in de maand bijna al onze posities in China verkocht. Onze argumenten daarvoor blijven naar onze mening nog altijd overeind. China herstelt maar moeizaam van de langdurige lockdowns die het communistische regime heeft opgelegd, er is opmerkelijk weinig steun van de overheid voor de economie en de vastgoedmarkt, een bepalende factor voor de welvaart van een volk, ligt nog steeds op apegapen. Tegelijk is de werkloosheid sterk toegenomen, zeker bij de jongere bevolkingsgroepen, en blijft de dreiging van regelgeving en overheidsbemoeienis in de privésector altijd aanwezig.

De opbrengst van de verkoop van Chinese aandelen belegden we in India. Daar kochten we twee vooraanstaande vastgoedontwikkelaars, **Godrej Properties** en **DLF Ltd**, en openden we een positie in **Apollo Hospitals**, 's lands grootste ziekenhuis- en apotheekexploitant. Wij zijn bijzonder optimistisch over de langetermijnvooruitzichten voor India, dat steeds meer directe buitenlandse investeringen aantrekt en een ondernemingsvriendelijke regering en sterke economie heeft. De inflatie is traditioneel een groot probleem in India, maar zelfs die is nu goed onder controle en wij zien ruimte voor renteverlagingen in de laatste maanden van het jaar. In augustus bevestigden de bedrijfsresultaten over het tweede kwartaal dat Indiase bedrijven in uitzonderlijke vorm verkeren en ons optimisme absoluut terecht was. In september trokken we de blootstelling aan India verder op met de aankoop van **Zomato**, de grootste maaltijdbezorger van het land, waardoor de strategie aan het einde van het kwartaal voor bijna 13% in India belegd was.

De weging van Europa is in de loop van het kwartaal enigszins gewijzigd. We verkochten **LVMH** (luxegoederen), **Sika** (dakbedekkingsmaterialen) en **PVA Tepla** (halfgeleiderapparatuur). **LVMH** was een winstgevende positie, terwijl **Sika** weliswaar behoorlijk defensief bleek, maar door de stijgende rente en zwakke economische groei niet echt vooruitgang boekte. **Novo Nordisk**, de Deense insulineproducent, meldde een spectaculaire verkoop van zijn nieuwe afslankmiddel. Het aandeel schoot in augustus pijlsnel de hoogte in en sloot het kwartaal af met stevige winst. **Novo Nordisk** is gelukkig een van de grootste posities van de strategie, dus dit was een welkome ontwikkeling. Onze Europese technologieaandelen zijn **ASML**, 's werelds grootste fabrikant van lithografiemachines voor de

halfgeleiderindustrie, **ASMI**, dat apparatuur voor de verwerking van wafers maakt, en **Inficon**, dat innovatieve instrumentatie en geavanceerde regelsoftware aanbiedt. Elk van deze bedrijven maakte tijdens de verslagperiode goede tussentijdse of driemaandelijks cijfers bekend, maar terwijl **Inficon** wel een mooie stijging liet optekenen, koerste **ASMI** slechts een klein beetje hoger en gaf **ASML** zijn winst van een uitstekende eerste jaarhelft het afgelopen kwartaal grotendeels weer prijs, waardoor het nu maar iets hoger noteert dan begin dit jaar. **Ferrari**, misschien wel hét ultieme luxeaandeel, onderging enige winstneming en ging achteruit, maar is tot nu toe dit jaar een van de winstgevendste posities van de strategie.

In de Verenigde Staten waren juni en juli solide maanden, waarin de S&P een nieuw record vestigde, maar verliep augustus een stuk moeilijker naarmate de obligatierente steeg en het resultatenseizoen over het tweede kwartaal vorderde. De Amerikaanse markt is altijd op zijn zenuwachtigst tijdens een resultatenseizoen, en aangezien die om de twaalf weken plaatsvinden, blijft er weinig tijd over voor een 'normaal' marktklimaat. De bedrijfswinsten hielden uitermate goed stand: zowat 80% van de bedrijven uit de S&P 500 overtrof de verwachtingen van analisten. In de eerste twee weken van augustus verloor de Amerikaanse markt echter 5%, die hij vervolgens weer goedmaakte om min of meer status quo te eindigen.

Zoals gewoonlijk was er enige volatiliteit in de posities van de strategie onder invloed van het resultatenseizoen, waarin met name **Nvidia** (halfgeleiders), **Intuit** (boekhoudsoftware) en **HEICO** (reserveonderdelen voor de luchtvaart) uitblonken. Op de eerste twee reageerden beleggers enthousiast, terwijl **HEICO**, dat dit jaar gestaag hoger is gekoerst, enige winstneming onderging. Hoewel het systematisch uitstekende resultaten kan voorleggen, beleeft **Axon Enterprises**, dat stroomstootwapens en bodycams maakt, een moeilijker jaar. Het afgelopen kwartaal zorgde de aankondiging van een nieuw model van stroomstootwapen voor bezorgdheid en werd het aandeel behoorlijk agressief van de hand gedaan. **Axon** presenteerde ditmaal indrukwekkende resultaten, met 31% omzetgroei, stabiele marges en een optimistische prognose voor de rest van het jaar. Het aandeel koerste na dat ondubbelzinnig goede nieuws gezwind hoger. Bijzonder positieve resultaten waren er ook bij **Shopify**, waar de omzet toevallig eveneens met 31% toenam en alle andere maatstaven strookten met de verwachtingen. Desondanks viel het aandeel licht terug, waarschijnlijk omdat het sinds begin dit jaar al bijzonder goed gepresteerd had. De resultaten stelden daarentegen teleur bij **Wolfspeed** (halfgeleiders) en **Doximity**, dat softwareondersteuning voor artsen en apotheken aanbiedt. Beide posities gingen sterk achteruit en stelden ook eerder al teleur, dus hebben we ze verkocht. **Dexcom** verloor in augustus onverwacht 18,9% en heeft een bijzonder zwak kwartaal achter de rug. Het bedrijf maakte eind juli een aantal spectaculaire resultaten bekend, waardoor de prognoses aanzienlijk werden opgetrokken. **Novo Nordisk** heeft echter, zoals inmiddels algemeen bekend is (en hierboven al gezegd werd), een afslankmiddel gemaakt dat buitengewoon goed verkoopt. Daardoor is de theorie ontstaan dat nu niemand meer diabetes zal krijgen en de vraag naar de bloedsuikermeters van **Dexcom** zal kelderen. Dat lijkt naar onze mening echter extreem utopisch.

In september kwamen de wereldwijde aandelenmarkten opnieuw onder druk. De Federal Reserve liet de beleidsrente namelijk wel ongemoeid, maar zei dat de rente in de VS wellicht nog enige tijd op het huidige niveau zal blijven. Daarop trok de rente op tienjarige Amerikaanse staatsobligaties sterk aan. Een productieverlaging van de OPEC, waardoor olie duurder werd, zette bovendien extra druk op aandelen. De stemming onder beleggers verslechterde en velen begonnen vanwege de aanhoudend stijgende obligatierente een recessie in de VS te voorspellen. De zwakte van de markt voor Amerikaanse staatsobligaties wordt nu grotendeels toegeschreven aan het onhoudbare begrotingstekort dat is ontstaan doordat de *Inflation Reduction Act* van president Biden paradoxaal genoeg geld in de economie pompt.

In die omstandigheden is een positief rendement moeilijk te realiseren en de markten zijn begin oktober nog verder gedaald. De obligatierente nadert nu haar hoogste niveau sinds 2007 en het begint erop te lijken dat we eindelijk weer aanknopen met normale omstandigheden, wat op middellange termijn een bijzonder goede zaak is. Kapitaal was de afgelopen vijftien jaar te goedkoop, waardoor enkele ernstige scheeftrekkingen, foutieve bestedingen en anomalieën zijn ontstaan en te veel zwakke bedrijven konden overleven. Intussen bevestigden de recentste werkgelegenheidscijfers in de VS dat de Amerikaanse economie, tegen vele verwachtingen in, ondanks bijna twee jaar van renteverhogingen nog steeds blaakt van gezondheid. We naderen dus mogelijk het moment waarop de zwakkere spelers eindelijk uit de markt geduwd worden en de beter geleide en gefinancierde bedrijven hun positie verder kunnen versterken, een uitkomst waar onze strategie bijzonder wel bij zou varen.

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 29 september 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.
