



### *Andrew Dalrymple*

Onze strategie heeft een goed kwartaal achter de rug, waarin de beurzen sterk herstelden van een bijzonder zwakke nazomer.

Oktober was een volatiele maand. De markten waren onrustig door de verdere terugval van de obligatiekoersen, waarbij de rente op tienjarige Amerikaanse staatsobligaties halfweg de maand opliep tot 5%. Dit gaf aanleiding tot allerlei zwaarmoedige maar niet onbegrijpelijke voorspellingen dat obligatiebeleggers zouden beginnen twifelen aan het vermogen van talrijke Westerse overheden om hun torenhoge schulden te blijven financieren. Maar gelukkig brachten op de laatste dag van oktober enkele zwakkere cijfers over de Amerikaanse arbeidsmarkt wat opluchting, en sinds de eerste week van november is de stemming op de aandelenmarkten ronduit optimistisch.

Dat enthousiasme was gelet op de Amerikaanse bedrijfsresultaten over het derde kwartaal volkomen terecht en voor één keer reageerden beleggers positief op goed nieuws. **Comfort Systems**, dat verwarmings- en ventilatiesystemen plaatst en onderhoudt in industriële en commerciële gebouwen, meldde een omzetstijging van 23%, terwijl aanbieder van netwerkoplossingen **Arista Networks**, dat vooral actief is in datacenters, 28% meer omzet boekte, ruim meer dan verwacht. Beide bedrijven gaven ook bemoedigende prognoses voor de komende maanden af en koersten dankzij dat ondubbelzinnig positieve nieuws gezwind hoger. Bij **Mastercard** lagen de resultaten in de lijn van de verwachtingen, maar het bedrijf liet weten dat oktober wat tegenviel en het aandeel ging onderuit door verkoopdruk. **Google** presenteerde deels goede cijfers, maar dat volstond niet om de opmerkelijke stijging sinds het begin van het jaar vol te houden, terwijl **Meta (Facebook)** een omzetstijging van 23% en een goede kostenbeheersing rapporteerde en de verwachtingen voor de toekomst optrok. **Dexcom**, dat apparaten maakt die de bloedsuikerspiegel van diabetici monitoren, stond de afgelopen maanden onder aanhoudende druk. Net zoals veel andere gezondheidszorgbedrijven leed het onder de veronderstelling dat het grootschalige gebruik van afslankpillen een einde zou maken aan diabetes, hartziekten en allerlei andere aandoeningen die met zwaarlijvigheid in verband worden gebracht. Het bedrijf drukte die bezorgdheid meesterlijk de kop in met uitstekende kwartaalcijfers, onder meer 24% omzetgroei en een vrije kasstroom van USD 215 mln. Het aandeel verloor begin oktober terrein, maar maakte dat verlies na het goede nieuws grotendeels weer goed en sloot slechts licht lager af.

Ook november en december waren voor het Amerikaanse gedeelte van de strategie uiterst positief. **Dexcom** trok onder impuls van zijn resultaten verder aan, aanbieder van e-commerce-infrastructuur **Shopify** schoot pijlsnel omhoog na bijzonder goede resultaten, **Intuit** en **Booking Holdings** koersten hoger nadat zij een goed gevuld orderboekje hadden gemeld. **Nvidia** en **Synopsys**, tot slot, twee bedrijven van de sectoren van de artificiële intelligentie en halfgeleiders, legden uitstekende resultaten voor en zagen hun koersen flink stijgen.

India heeft het jaar afgesloten met een prima laatste kwartaal en is in 2023 aanzienlijk gestegen. Hoewel de strategie het hele jaar enige blootstelling had aan het land, het was pas in het vierde kwartaal dat ze haar laatste positie in China verkocht waardoor de volledige blootstelling aan Azië, aan het einde van het jaar goed voor bijna 20%, toegewijd is aan India. Die beslissing is al rijkelijk beloond: vier van onze vijf posities kenden een bijzonder winstgevend kwartaal. Wij geloven dat het land nu echt de vruchten begint te plukken van de hervormingen waar premier Narendra Modi bijna tien jaar geleden de aanzet toe heeft gegeven. De vooruitgang in huisvesting, elektrificatie, snelwegen, luchthavens, havens en andere infrastructuur is vandaag duidelijk merkbaar en er komt in India een volledig nieuwe cyclus van investeringen in de privésector op gang. De vastgoedmarkt herstelt snel van een lange neergang en de

banksector blaakt van gezondheid, terwijl de inflatie goed onder controle lijkt te zijn. In april zijn er verkiezingen, maar wij denken dat Modi vlot herverkozen zal raken en blijven bijzonder optimistisch over het komende jaar.

Ook de Europese posities hebben het afgelopen kwartaal goed gedaan. **Ferrari** onderging in december weliswaar enige winstneming, maar had niettemin een goed kwartaal als afsluiter van een uitstekend jaar. Het aandeel koerste met name hoger in november dankzij de jongste cijfers, waaruit bleek dat tot in 2026 de volledige productie al is verkocht. Halfgeleiderbedrijven **ASML**, **ASMI** en **Inficon** zetten stuk voor stuk ijzersterke prestaties neer, al werden hun cijfers in oktober in het algemeen niet op gejuich onthaald en gaven de bedrijven zelf voorzichtige vooruitzichten af. **Novo Nordisk**, de belangrijkste fabrikant van zowel insuline als afslankgeneesmiddelen, plaatste met een solide kwartaal de kers op een ronduit fantastisch jaar. Het schoot omhoog in oktober, trok gestaag verder aan in november en onderging wat winstneming in december. De dubbele productportefeuille vormt een krachtige combinatie en de verwachting is dat het bedrijf in 2024 zowel de omzet als de nettowinst met meer dan 20% zal zien toenemen<sup>1</sup>.

Samengevat is onze strategie afgelopen jaar danig op de proef gesteld. Als iemand ons in maart of zelfs aan het einde van de zomer had gezegd dat we het jaar met winst zouden afsluiten, hadden we daar met plezier voor getekend en zouden we zowel verrast als opgelucht geweest zijn. De strategie kreeg niet alleen sterke steun van India, ze plukte ook volop de vruchten van de najaarsrally en overtrof zowel in het laatste kwartaal als in de tweede helft van het jaar ruimschoots de wereldwijde indexen<sup>1</sup>. Zoals wel vaker de afgelopen jaren was het Amerikaanse gedeelte van de portefeuille met voorsprong het meest winstgevende, en wij verwachten dat dit ook in 2024 het geval zal zijn. Door de combinatie van afnemende inflatie, dalende obligatierente en een heel bemoedigend resultatenseizoen over het derde kwartaal in de VS heeft de vaak gehoorde voorspelling dat de VS in 2024 in een recessie zouden belanden, plaatsgemaakt voor een gewone vertraging. India zal het ondanks de verkiezingen in april wellicht goed blijven doen en Europese aandelen lijken ons heel aantrekkelijk gewaardeerd en goed geplaatst voor een herstel. Alle Amerikaanse bedrijven in onze strategie blijven bijzonder dominant, extreem winstgevend, uitstekend gefinancierd en, naar onze mening, volstrekt redelijk gewaardeerd. Wij beginnen 2024 een flink stuk optimistischer dan vorig jaar.

---

<sup>1</sup> 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 29 december 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.*

---