



Brief van de Beheerder 4^{de} Kwartaal 2024

Andrew Dalrymple

Resultaten over het vierde kwartaal van 2024

De strategie zorgde voor een uitstekend kwartaal om een zeer succesvol jaar af te sluiten, waarbij de prestatie zeer sterk steeg en aanzienlijk beter presteerde dan de MSCI World-index waartegen onze resultaten worden afgemeten. Zoals wel vaak het geval is, werden de rendementen gegenereerd in het eerste en laatste kwartaal van het jaar en dit was zeker het geval in 2024, met het vierde kwartaal als een van het beste dat we ooit hebben meegemaakt.

De Amerikaanse bedrijfsresultaten in het derde kwartaal domineerden het nieuws in oktober en zorgden voor het gebruikelijke drama en de nodige opwindning. **Quanta Services**, een van Amerika's toonaangevende elektrotechnische installateurs, produceerde zeer bevredigende cijfers en bood goede toekomstperspectieven, terwijl het bedrijf **Vertiv**, dat gespecialiseerd is in koelsystemen voor datacenters, resultaten rapporteerde die de verwachtingen overtroffen. **Intuitive Surgical**, de wereldleider in chirurgische robotsystemen, blijft het bijzonder goed doen. In het derde kwartaal werden nog eens 379 Da Vinci-systemen geïnstalleerd, waardoor het aantal geïnstalleerde systemen nu wereldwijd 9.539 bedraagt. De winst steeg met 26% en het bedrijf is financieel kerngezond met 8,3 miljard USD cash op de balans. **Comfort Systems**, dat verwarmings- en airconditioningssystemen installeert, rapporteerde enkele resultaten die niet aan de hoge verwachtingen voldeden, ondanks de aankondiging van een omzetgroei van 31%. Maar de marges verbeterden en het bedrijf heeft een orderportefeuille van bijna een jaar omzet. **Clean Harbors**, Amerika's grootste bedrijf voor de verwijdering van gevaarlijk afval, rapporteerde enkele teleurstellende resultaten als gevolg van het cyclische karakter van hun olierecyclageactiviteiten, hoewel de kernactiviteit milieudiensten erg sterk bleef. **Netflix** rapporteerde een zeer goede reeks cijfers die de angst voor abonnementsverloop deed afnemen na de wijzigingen in de abonnementsplannen. Het bedrijf had 5,1 miljoen nieuwe abonnees, vooral buiten de VS. Ten slotte steeg de omzet zowel bij **Construction Partners** (wegenbouw) als bij **Booking Holdings** (reizen) met meer dan 10%. **Booking** rapporteerde een toename van het verkeer van 8%, wat zich vertaalde in een verbetering van de winst per aandeel met 16%, terwijl **Construction Partners** de overname van het in Texas gevestigde Lone Star Paving aankondigde en de positieve vooruitzichten voor het bedrijf herhaalde.

India, dat al het hele jaar een zeer vruchtbare investeringsbestemming was, toonde een vertraging in oktober. Het resultatenseizoen voor het tweede kwartaal ging ook van start in oktober en de resultaten waren eerder solide dan spectaculair. Bovendien werd de markt getroffen door een groot aantal nieuwe uitgaven, waardoor de liquiditeit daalde, terwijl buitenlandse beleggers posities in India verkochten ten gunste van China. **Bharti Airtel** rapporteerde enkele solide resultaten die werden getroffen door eenmalige posten en wisselkoersproblemen, maar de inkomsten lagen net iets hoger dan verwacht. **Zomato** (e-commerce) rapporteerde gemengde resultaten die wezen op een aanhoudend sterke omzetgroei, zij het met enige margedruk. De omzet was 68% hoger, vooral dankzij het buitengewone en unieke Indiase fenomeen, namelijk Quick Commerce.

In Europa werd een nieuwe positie opgestart in **Prysmian**, een wereldwijde marktleider in het ontwerp, de productie en de levering van kabels en systemen voor de elektrische en telecommunicatiesector. Het bedrijf is genoteerd in Italië, maar met een aanwezigheid in 50 landen, verwachten we dat de omzet het komende jaar met ongeveer 15% zal groeien, met een winst die minstens 20% hoger zal liggen. Naar onze mening is het aandeel zeer redelijk geprijsd en profiteert het in de eerste plaats van de obsessie voor dure en inefficiënte 'groene' energie.

In november ging de Amerikaanse aandelenmarkt in opmars en steeg zeer sterk door de verkiezing van Donald Trump voor een mandaat om de overheidsuitgaven en de regelgeving te verminderen en de belangen van de VS te behartigen. Daarnaast zorgde de staart van het resultaatenseizoen voor meer goed nieuws, waarbij verschillende Amerikaanse bedrijven zeer goede kwartaalcijfers rapporteerden. **Duolingo** (taalonderwijs) publiceerde enkele solide resultaten die de prognoses overtroffen en ertoe leidden dat analisten ramingen hoger herzag. **Arista Networks** heeft mooie resultaten bekendgemaakt voor het derde kwartaal. Hoewel de omzet 20% hoger uitviel en de marges fors stegen, verlaagde het bedrijf de toekomstige verwachtingen enigszins, wat beleggers in bedwang hield. De resultaten van **Spotify** waren daarentegen minder goed dan verwacht, maar het bedrijf gaf een zeer positieve prognose voor het volledige jaar, aangezien de premium-abonnees hoger waren dan verwacht en de operationele kosten gematigd waren. De aandelen reageerden goed op dit nieuws en stegen met 23,7%. Veruit het beste presteerde echter **Axon Enterprises**. De maker van tasers en bodycamera's die door politie en veiligheidsdiensten worden gebruikt, publiceerde enkele uitstekende cijfers over het derde kwartaal, met een winst die 21% hoger lag dan verwacht. Het orderboek blijft bijzonder sterk, met een stijging van de buitenlandse vraag van 40%. Gezien deze uitstekende vooruitzichten sloot het aandeel de maand 52,8% hoger af. **Netflix**, **Vertiv**, **Quanta Services** en **ServiceNow** leverden allemaal een zeer substantiële bijdrage aan de prestaties van de strategie.

Hoewel de verkiezing van Donald Trump een einde kan maken aan de oorlog in Oekraïne, ziet het er ook naar uit dat de Europese landen een hogere last op het gebied van defensie zal worden opgelegd. Het aandeel **Rheinmetall** steeg in november met 31% dankzij een solide reeks resultaten over het derde kwartaal. De omzet zal dit jaar waarschijnlijk meer dan 10 miljard euro bedragen en de orderportefeuille zou een verbazingwekkend bedrag van 60 miljard euro hebben bereikt, met een zeer grote vraag naar zowel munitie als voertuigsystemen. **Ferrari** boekte enkele gemengde resultaten, die grotendeels in lijn waren met de prognoses. De zwakte in Hongkong, Taiwan en China is een probleem, en het feit dat het management slechts de bestaande vooruitzichten herhaalde, heeft de markt teleurgesteld.

In Azië viel **Meituan** (e-commerce, diensten), de enige positie van de strategie in China, terug in november, toen de markt zakte. India had ook een rustige maand met niet veel veranderingen in de markt. Maar dat is bemoedigend aangezien het resultaatenseizoen voor het tweede kwartaal wat ondermaats was en de recente bbp-cijfers zwak waren. Er vonden ook een aantal fondsenwervingen plaats waardoor liquiditeit uit de markt werd gehaald. De positie van de strategie in **Bharti Airtel** bleef nagenoeg ongewijzigd, hoewel het aandeel **Zomato** 15,7% hoger klom. Er werd een nieuwe positie gekocht in **Sea Ltd**, de dominante marktplaatsexploitant voor e-commerce met een activiteit die Zuidoost-Azië bestrijkt. De aandelen hebben een goede start gekend.

December was in zijn geheel minder lonend en het bedrijfsnieuws was zeer beperkt. Het is geen verrassing dat na zulke sterke twee maanden enige winst werd genomen en zowel de strategie als de aandelenmarkten een beetje terugvielen. Maar voor het hele jaar is het resultaat buitengewoon bevredigend geweest en bevestigt het de noodzaak van geduld in het investeringsspel, waarbij de strategie het jaar eindigde met slechts 13% onder de hoogtepunten die eind 2021 werden bereikt voorafgaand aan de invasie van Oekraïne en de uitbraak van de inflatie.

2024 is inderdaad een jaar vol meevallers geweest. Er waren heel wat uitstekende bijdragers en er waren bijna geen materiële negatieve factoren voor de prestaties. Bovendien was het een jaar, met het risico op het mengen van metaforen, van wind in de zeilen en van sterren die op één lijn stonden, wat betekende dat de geografische assetallocatie het hele jaar door grotendeels ongewijzigd bleef. Zo'n 70% van de strategie was gericht op Amerika, 15% op Europa en 15% op India.

Men heeft veel gesproken over de concentratie van het rendement in de VS rond de "Magnificent Seven"¹, die allemaal zeer bekende namen zijn in de technologiesector. Maar hoewel we dit jaar eigenaar zijn geweest van **Nvidia**, **Meta** en **Alphabet**, hebben we enkele schatten gevonden binnen een aantal gebieden. **Comfort Systems**, dat

¹ De 'Magnificent seven'-aandelen zijn een groep van megacaps die de prestaties van de markt aandrijven door hun zware weging in belangrijke aandelenindexen. Ze omvat de volgende aandelen: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA, Tesla and Meta Platforms.

airconditioning- en ventilatieapparatuur installeert, verdubbelde in 2024, net als **Vertiv**, **Axon Enterprises** (Tasers) en **Broadcom** (halfgeleiders). Heel wat substantiële bijdragen kwamen van **Intuitive Surgical**, de wereldleider in chirurgische robotapparatuur, **Netflix**, **Spotify**, **Duolingo**, **Cintas** (verhuur van uniformen) en **Construction Partners**, wegenbouwer. De slechtst presterende posities waren **Dexcom**, dat constante glucosemonitoren maakt voor diabetici en daalde na problemen in de toeleveringsketen en **Vertex Pharmaceuticals**, wiens nieuwste pijnstiller niet aan de verwachtingen voldeed. Maar geen van beide heeft een zeer materiële impact gemaakt.

India was enorm winstgevend, met kernposities in **Godrej Properties**, een van de grootste vastgoedontwikkelaars van India, **Bharti Airtel** de grootste aanbieder van mobiele telefonie en **Zomato**, dat gepromoveerd is van maaltijd- tot levensmiddelenbezorging en snel de dominante speler van de sector is geworden. Allen leverden een zeer positieve bijdrage aan de strategie. Een bezoek aan India in september was zeer bemoedigend. En hoewel het land vaak wordt genoemd als een zeer dure markt, zijn we van mening dat het een buitengewoon gecompliceerde bedrijfsomgeving is, die vaak gesloten is voor buitenlandse concurrentie waardoor de gevestigde spelers in een enorm sterke positie verkeren om te profiteren van de verbazingwekkende groeimogelijkheden.

Vooruitzichten

Hoewel het enthousiasme voor Amerikaanse aandelen na de verkiezingen onstuitbaar geweest is en de markt misschien wat te heet aan het worden is, vinden we het moeilijk om net zoveel optimisme te ontwikkelen voor veel andere gebieden. We blijven voorzichtig over Europa, dat belaagd wordt door hoge belastingheffingen en hoge overheidsuitgaven, wat breuken lijkt te creëren binnen sommige regeringen. We hebben daar drie posities, die allemaal goed hebben gepresteerd en we hebben een aantal andere doelwitten in gedachten, maar het is moeilijk om echt enthousiast te zijn. Zoals gezegd ziet India er nog steeds ongelooflijk aantrekkelijk uit op lange termijn en het land heeft een uitstekend jaar achter de rug. Maar zo veel in de rest van Azië hangt af van China, waar enkele overheidsmaatregelen in september om de economie te stimuleren slechts door heel weinig gevolgd werd. De zware focus op Amerika en India in de loop van 2024 is winstvol gebleken en op dit moment voorzien we deze aanpak voort te zetten.

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 december 2024

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.
