



Brief van de Beheerder 4^e kwartaal 2018



Andrew Dalrymple

Het was een moeilijk laatste kwartaal. Er speelden in de verschillende regio's uiteenlopende factoren die de aandelenmarkten wereldwijd fors deden dalen. In december incasseerden de Amerikaanse markten bijvoorbeeld hun grootste maandverlies sinds de financiële crisis van 2008. De S&P-index ging daarbij 9,2% lager. In het laatste kwartaal van 2018 verloor de S&P-index 14%. De MSCI World-index, die als referentie geldt voor de prestaties van de strategie, is in dezelfde periode met 11,8% gedaald.

De achterstand van de strategie in het voorbije kwartaal en het hele jaar is nagenoeg volledig te wijten aan de **zeer moeilijke maand oktober**. Aan het eind van de zomer zag de strategie zich door de beleggingsbeperkingen na een bijzonder sterke stijging gedwongen om de blootstelling aan de VS te verlagen, waardoor de beweging van Europa steeg. Wij hadden redelijkerwijs gehoopt dat Europese aandelen veiliger zouden zijn in geval van een marktcorrectie, omdat ze tegenover Amerikaanse aandelen waren achtergebleven. Helaas bleek dat niet het geval. De achterstand op de referentie-index is voor een groot deel te wijten aan de zeer zwakke prestaties van onder meer **Ferguson**, **Ashtead** en **Sika**. Deze vielen allemaal met meer dan 10% terug door bezorgdheid over de verzwakkende vastgoedmarkt in de VS en een daling van de infrastructuurinvesteringen. **Keywords Studios** ging bijna 30% lager, al was daar geen bijzondere reden voor. **Netflix** en **Amazon**, twee prominente leden van de "FAANG"-groep, behoorden tot de sterkste dalers. Beide bedrijven pakten in december niettemin uit met resultaten die aan de verwachtingen voldeden. Hoewel beide hun omzet met 30% zagen groeien, hebben we Netflix uiteindelijk om waarderingredenen verkocht.

November was een rustiger en minder productieve maand voor de strategie nadat de stormen van oktober enigszins waren gaan liggen. Het zwakkere maandrendement was alweer het gevolg van de beleggingen in Europa, en van de algemene trend van beleggers om over te schakelen op defensievere marktsegmenten met een lagere groei. Die rotatie was vooral in het voordeel van de telecommunicatiesector, maar ging ten koste van groeiaandelen.

In de VS eindigde het **resultatenseizoen met betrekking tot het derde kwartaal** in de eerste helft van november. De aanbieder van muziekstreaming **Spotify** pakte uit met een omzetstijging van 31% en de marktleider op het gebied van geneesmiddelen voor dieren **Zoetis** verraste de markt met een verdere margegroei en een verhoging van zijn verwachtingen. In de sector medische technologie, die voor de strategie erg belangrijk is geworden, zag **Abiomed**, waarvan de hartpomp in de VS goed op weg is om standaard te worden gebruikt voor hart- en vaatchirurgie, zijn nettowinst verdubbelen ten opzichte van een jaar eerder, al was dat deels te danken aan een forse daling van de belastingaanslag. **Tactile Systems**, een pionier op het gebied van behandelingen voor lymfoedeem, heeft ook zijn

Brief van de Beheerder – 4^e kwartaal 2018

Andrew Dalrymple

verwachtingen verhoogd na een omzetgroei van 28% in het derde kwartaal. **Match Group**, de eigenaar van de alomtegenwoordige app Tinder, publiceerde uitstekende resultaten, maar verlaagde helaas zijn verwachtingen als gevolg van negatieve wisselkoerseffecten. Daardoor is het aandeel fors gecorrigeerd. Ten slotte overtroffen de omzet en de winst van de producent van software voor productsimulatie **ANSYS** de verwachtingen, waardoor het aandeel 8,1% hoger klom.

Onze beleggingen in Azië hielden in november vrij goed stand, ondanks de aanhoudende bezorgdheid over het conflict tussen de VS en China en de groeivertraging in China. **Baozun** (logistieke diensten voor onlinehandels) had het moeilijk en daalde met 11,4% na de publicatie van zijn derdekwartalcijfers. De omzet en de nettowinst van de groep stegen weliswaar met respectievelijk 25% en 37%, maar de prognose van de omzetgroei kwam uit op +35%, wat beleggers teleurstellend vonden. Ook **Alibaba** kreeg behoorlijk wat aandacht. Zijn “Singles Days”-promotie op 11 november was goed voor een bruto-omzet van 30,8 miljard USD, dus ruim meer dan de 25 miljard USD van 2017. Dat indrukwekkende cijfer werd kort na de kwartalcijfers gepubliceerd. Die kwartalcijfers waren goed, maar niet spectaculair. Het aandeel steeg over de hele maand met 13%.

Helaas moeten we melden dat **slechts een handvol posities van de strategie in december zijn gestegen**. Alle regio's stonden onder druk. De grootste verliezen waren voor aandelen van snelgroeiende bedrijven in de sectoren technologie en medische technologie in de VS. Enkele Chinese internethandels die op de Amerikaanse beurs noteren kregen ook weer rake klappen. Het resultaat had in december nog veel erger kunnen zijn, maar gelukkig herstelden de markten zich enigszins op de laatste dagen van de maand. Die opleving was te danken aan een sterk Amerikaans banenrapport en de voorzitter van de Federal Reserve Jerome Powell, die aangaf dat de centrale bank zich flexibel zou blijven opstellen.

Een voor de strategie winstgevend 2017 werd dus gevolgd door een flinke dosis realiteit in 2018. De **afgelopen twaalf maanden waren ook bijzonder frustrerend**. In de eerste helft van het jaar had de strategie namelijk een mooie voorsprong, zowel absoluut als relatief gezien, dankzij onze hoge blootstelling aan Amerika en omdat we nauwelijks leden onder de bijzonder zwakke prestaties van de Aziatische markten. Door bezorgdheid over de groeivertraging in de VS, de strengere houding van de Federal Reserve en aanhoudende vrees voor een vertraging van de Chinese economie kwam daar echter abrupt een einde aan. Het aanslepende handelsconflict van China en de VS was de kers op deze taart van de wanhoop.

Trouwe lezers zullen wel weten dat de strategie toegespitst is op groeiaandelen en ruimte heeft om **de beste beleggingsideeën uit te voeren, waar de opportuniteiten zich ook voordoen**. Daardoor is de portefeuille vrij geconcentreerd en lopen de prestaties zelden of nooit gelijk met die van de MSCI World-index. Volgens onze ervaring zijn interessante groeiaandelen doorgaans in Azië en Amerika te vinden, waardoor die regio's gewoonlijk een hoger gewicht in de strategie hebben.

We blijven optimistisch over onze beleggingen en zijn zelfs heel wat veelbelovende kandidaten aan het bekijken die het komende jaar in de portefeuille zouden kunnen worden opgenomen. Zoals we zeiden, hebben de opkomende markten en Azië dit jaar bijzonder slecht gepresteerd. Bovenop de val van de aandelenmarkten kwam ook nog eens een forse duik van de wisselkoersen, omdat buitenlandse fondsen hun beleggingen afbouwden. Aangezien we ook een fonds beheren dat specifiek op de opkomende markten gericht is, is dat voor ons een belangrijk beleggingsuniversum. De opkomende markten bieden volgens ons nu een aanzienlijk potentieel, wat in 2019 flink wat waarde zou kunnen opleveren.

Brief van de Beheerder – 4^e kwartaal 2018
Andrew Dalrymple

De informatie in dit document is louter bedoeld ter algemene informatie en houdt geen rekening met de beleggingsdoelstellingen, de financiële situatie of de specifieke behoeften van een belegger. Dit document mag niet worden overgemaakt aan een Amerikaanse belegger (zoals gedefinieerd in de Amerikaanse regelgeving). Dit document is gebaseerd op de bronnen die TreeTop Asset Management SA (de "Vennootschap") als betrouwbaar beschouwt en die de standpunten weerspiegelen van de beheerder. Andrew Dalrymple, de beheerder, is werkzaam bij Aubrey Capital Management Limited, een entiteit waaraan de Vennootschap bepaalde beheersmandaten heeft verleend. Dit document, dat uitsluitend ter informatie wordt meegedeeld, vormt geen beleggingsadvies noch een productenaanbod. De informatie in dit document kan te allen tijde en zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De Vennootschap neemt geen enkele rechtstreekse of onrechtstreekse verantwoordelijkheid op voor het gebruik van de informatie in dit document. Dit document mag niet zonder de voorafgaande toestemming van de Vennootschap worden gekopieerd, gereproduceerd, gewijzigd, vertaald of overgedragen aan een persoon of een entiteit in een land waarin de Vennootschap of zijn producten onderworpen zouden zijn aan registratieverplichtingen of waarin een dergelijke verspreiding verboden zou zijn of illegaal zou worden geacht. De gegevens die de evoluties en de rendementen uit het verleden voorstellen, garanderen geen toekomstige evoluties of rendementen.

Gegevens en informatie per 31 december 2018.

Uitgegeven door Treetop Asset Management SA, Beheervennootschap van ICB's in de zin van hoofdstuk 15 van de wet van 17 december 2010 - Maatschappelijke zetel te 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburg.
