



Brief van de Beheerder

4^e kwartaal 2018



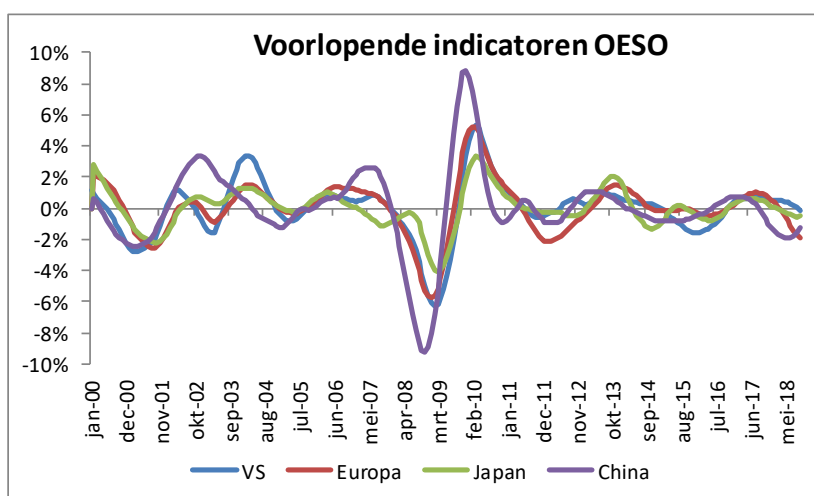
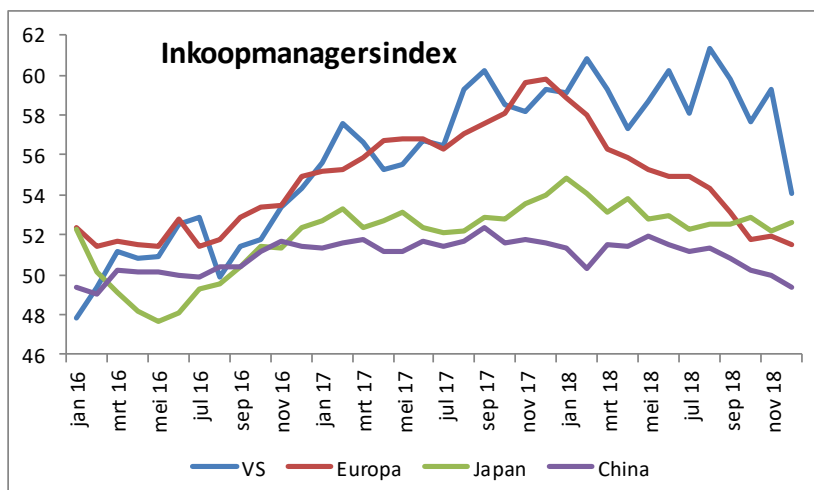
Peter Robson

Aandelen zijn in het vierde kwartaal wereldwijd fors gedaald. De ontwikkelde markten deden het slecht en slechts een handvol opkomende markten koerste hoger. Energie en technologische hardware & apparatuur waren de zwakste sectoren, terwijl minder conjunctuurgevoelige sectoren, zoals nutsbedrijven en telecommunicatie, beter presteerden. Verschillende indicatoren wijzen erop dat de groei van de wereldeconomie de afgelopen zes maanden gevoelig is vertraagd. Nu de groei vertraagt, zullen de VS – waar de economie in 2018 het snelst groeide en aandelen verhoudingsgewijs het best presteerden – volgens ons wellicht achterblijven bij de opkomende markten, die afgelopen jaar veel zwaardere klappen kregen. De afnemende liquiditeit trof de waarderingen van small- en midcaps, die het merendeel van onze strategie uitmaken, buitensporig hard. Ook door de wereldwijde groeivertraging kreeg onze beleggingsstijl het in 2018 zwaar te verduren, maar we vinden nog altijd segmenten waar de groei versnelt en aandelen met bedrijfsspecifieke factoren die voor winstgroei zorgen. Bovendien zijn de waarderingen na de terugval in het vierde kwartaal nu zeer aantrekkelijk.

In het vierde kwartaal waren onze beste beleggingen die in minder conjunctuurgevoelige sectoren, zoals gezondheidszorg (**Novocure** en **Elekta**) of telecommunicatie (**Ciena**). De zwakste resultaten kwamen daarentegen van onze aandelen die gevoelig zijn voor de olieprijs, zoals **National Oilwell Varco** en **US Silica**, en de toeleveringsketen voor smartphones, zoals **IQE**.

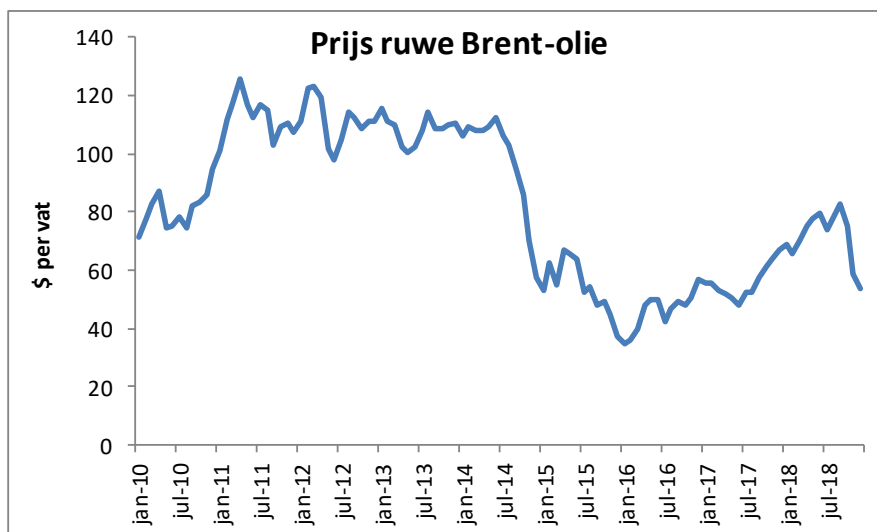
De voorlopende indicatoren verslechterden afgelopen kwartaal wereldwijd gestaag, wijzend op een toekomstige verzwakking van de groei van de economie. De inkoopmanagersindex ('PMI') voor de Amerikaanse industrie viel in december sterk terug – wat wil zeggen dat Amerikaanse bedrijven minder groei verwachten – en een aantal respondenten haalde de aanslepende handelsspanningen met China aan als reden om minder optimistisch te zijn. Ook alle belangrijke voorlopende indicatoren van de OESO gingen er in oktober (de recentste meting) op achteruit, met een afname van 0,1% jaar op jaar voor de VS.

Brief van de Beheerder – 4^e kwartaal 2018
Peter Robson



Bron: Bloomberg

De olieprijs daalde afgelopen kwartaal sterk, nadat hij was gestegen door speculatie in de aanloop naar de aankondiging van Amerikaanse sancties tegen Iran. Die bleken uiteindelijk minder streng dan verwacht, waardoor het verwachte wereldwijde aanbod toenam. De reacties op de moord op Jamal Khashoggi lijken ook de regering van Saoedi-Arabië ertoe te hebben aangezet het aanbod te vergroten om de politieke steun van de VS voor het Saoedische regime veilig te stellen. Bovendien is na een periode van beperkte afnamecapaciteit het aanbod uit het Permische bekken in de VS aan het einde van het jaar toegenomen.



Bron: Bloomberg

De waarderingen in de oliesector lijken ons te sterk te hebben gereageerd op de recente daling van de olieprijs en wij houden vast aan onze posities in **National Oilwell Varco**, **Modec** en **TechnipFMC**. Elders in de grondstoffensector vinden we nog altijd interessante aandelen. Zo hebben we in de loop van het kwartaal een eerste positie ingenomen in **Turquoise Hill**.

Turquoise Hill – Turquoise Hill is een mijnbouwbedrijf dat zich toelegt op de exploitatie en ontwikkeling van de koper- en goudmijn Oyu Tolgoi in het zuiden van Mongolië. Oyu Tolgoi is volgens ons een van de grootste en goedkoopst te exploiteren koperreserves ter wereld en de winstgroei versnelt wellicht wanneer Turquoise Hill de overgang van openlucht- naar ondergrondse mijnbouw versnelt. Turquoise Hill is het exploitatiebedrijf en is in handen van Rio Tinto. Het noteert tegen 0,37 x de boekwaarde.

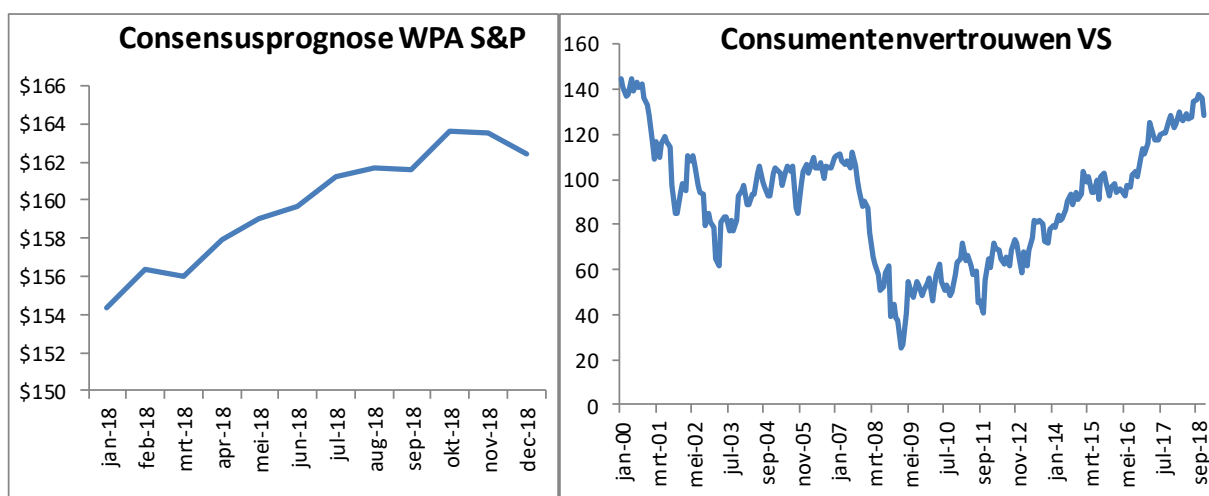
De Amerikaanse economie liet in het derde kwartaal opnieuw forse groei optekenen: op jaarbasis nam het Amerikaanse bbp met 3,5% toe. Dat was minder dan de 4,2% groei in het tweede kwartaal, maar betekent wellicht dat de economie nog altijd op schema zit om over het hele jaar de doelstelling van 3% groei van president Trump te halen. Die groei werd echter mee mogelijk gemaakt door belastingverlagingen, die vanaf het eerste kwartaal van 2019 op jaarbasis een basiseffect zullen hebben. Vanaf dan wordt het moeilijker om groei te realiseren.

Tegen die achtergrond verhoogde de Federal Reserve de richtrente in december nogmaals met 0,25%, maar voor 2019 sloeg ze een mildere toon aan omdat de inflatiedruk afneemt, onder meer door de dalende olieprijs. Die bijsturing leek ook een reactie te zijn op de recente volatiliteit op de markten. Enkele factoren die de inflatie aanwakkeren blijven niettemin van kracht, zoals de krapte op de arbeidsmarkt en de recent aangekondigde heffingen op invoer uit China. Door de belastingverlagingen is het begrotingstekort verder aangezwollen, en dat kan de Amerikaanse dollar doen verzwakken.

De verzwakkende groei en stijgende kosten beginnen tot uiting te komen in de vooruitzichten van analisten. Sinds oktober dalen de winstverwachtingen voor de S&P 500 in de komende twaalf maanden. Bedrijfsgroei zal nu wellicht vooral moeten komen van aantrekkende investeringen, die gezien de stijgende loonkosten volgens ons in de eerste plaats verband zullen houden met efficiëntieverbeteringen. Hoewel de vooruitzichten voor bedrijven en de economie als geheel verzwakken, blijft de consumptie in de VS op peil dankzij de hoge werkgelegenheid en sterke loongroei waartoe een lange periode van economische

Brief van de Beheerder – 4^e kwartaal 2018
Peter Robson

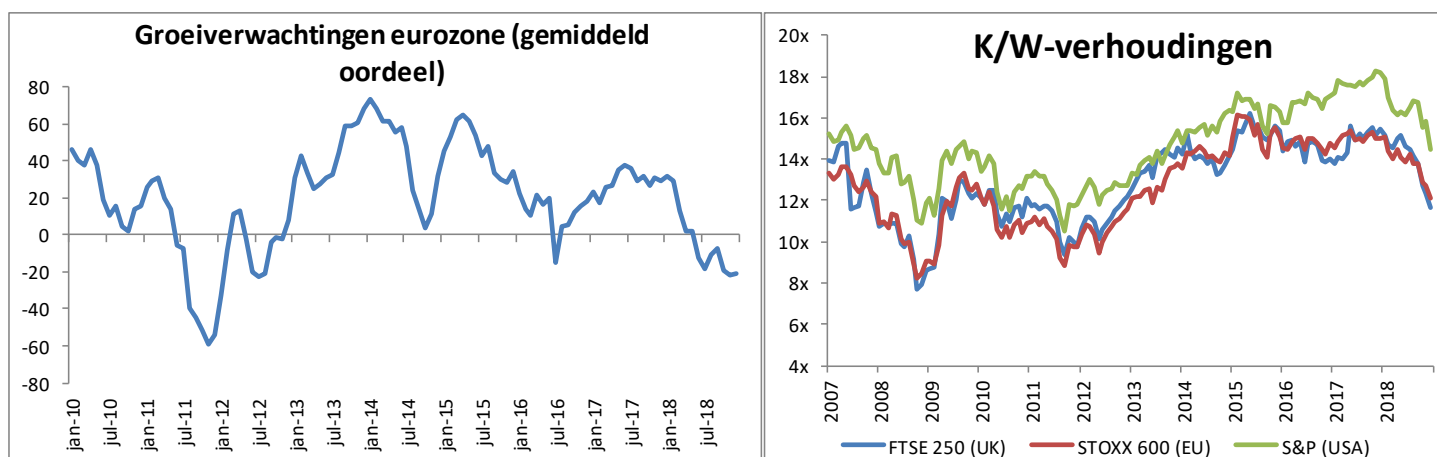
expansie heeft geleid. Het consumentenvertrouwen is in december weliswaar licht verminderd, maar noteert nog altijd dicht tegen een recordpeil.



Bron: Bloomberg

In Europa zorgde de politiek afgelopen kwartaal opnieuw voor afleiding, vooral in het VK en Italië. In het VK werd begin december een stemming over het uitredingsakkoord met de EU door premier Theresa May uitgesteld, waardoor de kans op een brexit zonder akkoord, met een langere periode van onzekerheid voor bedrijven en consumenten, is toegenomen. In Italië kon de regering in december de begroting goedkeuren nadat ze met de Europese Commissie, die in oktober de oorspronkelijke begroting had verworpen, een akkoord over een lager begrotingstekort had bereikt. Dat haalt wellicht al flink wat bezorgdheid uit de markt. Ook Duitsland en Frankrijk ervoeren afgelopen kwartaal politieke druk. De CDU van Angela Merkel leed zwaar verlies in de regionale verkiezingen, waarop de kanselier aankondigde in 2021, na afloop van haar ambtstermijn, af te treden. Emmanuel Macron kreeg uit alle hoeken zware kritiek na een lange periode van gewelddadige protesten door de 'Gele Hesjes' tegen de stijgende levensduurte en de afschaffing van de vermogensbelasting.

De productie en nieuwe bestellingen zijn in de eurozone sterk vertraagd in de loop van 2018. De groeiverwachtingen werden negatief in juni en verslechterden in de tweede helft van het jaar verder. Dat was deels het gevolg van een sterke terugval van de verkoop van dieselwagens door Duitse autobouwers onder invloed van de recente uitstootschandalen en de politieke druk. Ook de aandelenwaarderingen daalden in het VK en Europa fors in 2018, sneller nog dan in de VS.



Bron: Bloomberg

Wat het monetaire beleid betreft heeft de ECB in de kwantitatieve versoepeling op de pauzeknop gedrukt door – zoals algemeen verwacht – netto geen bijkomende activa meer aan te kopen. Dat is een eerste stap naar kwantitatieve verstrakking (de afbouw van haar balans), maar daarvoor is nog geen tijdschema vastgelegd. Het duurt wellicht nog een hele tijd voor het zover is. Onder invloed van de lagere inflatievooruitzichten slonk in het vierde kwartaal de verwachting dat de rente in 2019 wordt verhoogd.

We hebben nog altijd vooral interesse in emittenten met structurele in plaats van cyclische groeifactoren en hebben in de loop van het kwartaal een positie ingenomen in **Nokia**.

Nokia – Nokia is een mondiaal bedrijf actief in mobiele communicatie. Het heeft een netwerk van productievestigingen voor mobiele producten en netwerkinfrastructuur, verkoopafdelingen en klantendiensten. Met zijn uitgebreid productaanbod lijkt het bedrijf ons goed geplaatst met het oog op de aanhoudende vraag naar cloudinfrastructuur en de start van de investeringen in 5G. Nu de waakzaamheid tegenover concurrenten Huawei en ZTE wereldwijd is toegenomen, heeft Nokia bovendien kansen om marktaandeel te veroveren. Tot slot betekent de nieuwe generatie IP-routers van Nokia op het vlak van prestaties een sprong vooruit in vergelijking met de bestaande oplossingen, wat kan helpen om ook de naburige web-scale markt te bespelen. Het bedrijf noteert tegen 16,4 x de winst voor 2019.

De Chinese overheid blijft zich concentreren op het in goede banen leiden van de economische vertraging, die duidelijk blijkt uit de afnemende industriële productie en bedrijfswinsten. De verstrakking van het monetaire beleid in de VS valt samen met strengere regels van de Chinese overheid op het gebied van kredietverstrekking door schaduwbanken. Het monetaire beleid in de VS weerspiegelt zich van nature in de monetaire omstandigheden in China, aangezien de Chinese overheid door de wisselkoers te sturen de facto het Amerikaanse monetaire beleid importeert. De Chinese overheid heeft wel enkele instrumenten om dit te compenseren en begrotingsmaatregelen en andere administratieve ingrepen blijven wellicht belangrijk om de vertragende economie te begeleiden.



Bron: Bloomberg

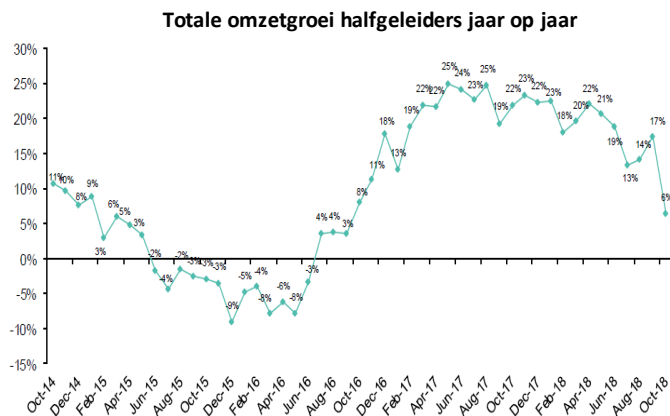
Gezien de vertraging van de economische groei in China geven wij de voorkeur aan defensievere namen. In de loop van het kwartaal hebben we een positie ingenomen in **Dali Foods**, dat ook profiteert van de nog altijd solide consumptiegroei.

Brief van de Beheerder – 4^e kwartaal 2018

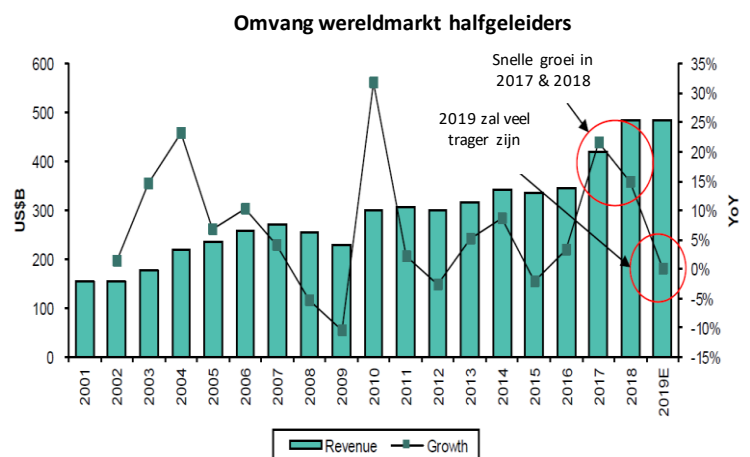
Peter Robson

Dali Foods - Dali Foods is een van de grootste producenten van snacks en dranken in China. Het bedrijf ziet de winstgroei de komende jaren mogelijk aanzienlijk versnellen dankzij de introductie van nieuwe producten (sojamelk en voedselproducten met beperkte houdbaarheid) en stijgende marges door de positieve mix (de nieuwe producten en de snelst groeiende bestaande producten hebben een hogere brutomarge dan de huidige gemiddelde marge van de groep). Dali Foods noteert tegen 14,8 x de winst voor 2019.

De technologiesector heeft een volatiel jaar achter de rug. 2018 begon zeer goed, met hogere winsten dan verwacht in het begin van het jaar. Halfweg het jaar verschenen de eerste barsten toen bleek dat het aantal nieuwe abonnees en de gebruikscijfers licht vertraagden. Overinvesteringen in halfgeleidercapaciteit, in het bijzonder in China, samen met een aantal dubbel geplaatste bestellingen, leidden tot overtollige voorraden en productiecapaciteit. Daarmee was de piek in de halfgeleidercyclus bereikt. De omzetgroei in de sector vertraagde in het vierde kwartaal en zal in 2019 naar verwachting fors afnemen. Daarom verkochten we **Win Semiconductor**. De handelsoorlog en de teleurstellende verkoop van het nieuwste iPhone-model diepten de problemen in het vierde kwartaal verder uit. De tegenvallende cijfers van Apple hadden een negatieve invloed op **IQE**, een van onze grotere posities. Apple koos als een van de eerste klanten voor wafers met een epitaxiale laag, die dus extra hard leden onder de grillige bestellingen. Dat is jammer, maar met nog eens 25 klanten in de pijplijn voor 2019 oogt de toekomst voor het bedrijf volgens ons veelbelovend.

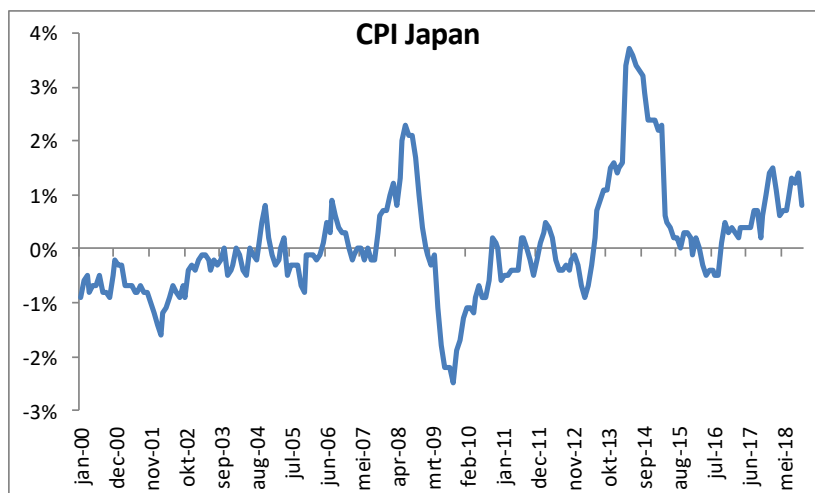


Source: WSTS, Bernstein Analysis



Na een sterk derde kwartaal viel de Japanse aandelenmarkt in het vierde kwartaal terug onder druk van het verzwakkende mondiale macro-economische klimaat – Japan is immers een belangrijk exportland. De inflatie trok licht aan, maar blijft teleurstellend in het licht van de krappe arbeidsmarkt en het accommoderende monetaire beleid. Positief was dat de hervorming van de bedrijfsstructuren opnieuw een gunstig effect had. Bedrijven leverden in 2018 aanzienlijke inspanningen om hun bestuur te verbeteren en kruisparticipaties te verminderen, wat de transparantie voor beleggers vergroot. Ook het toegenomen aandeelhoudersactivisme wakkert de hervormingen aan.

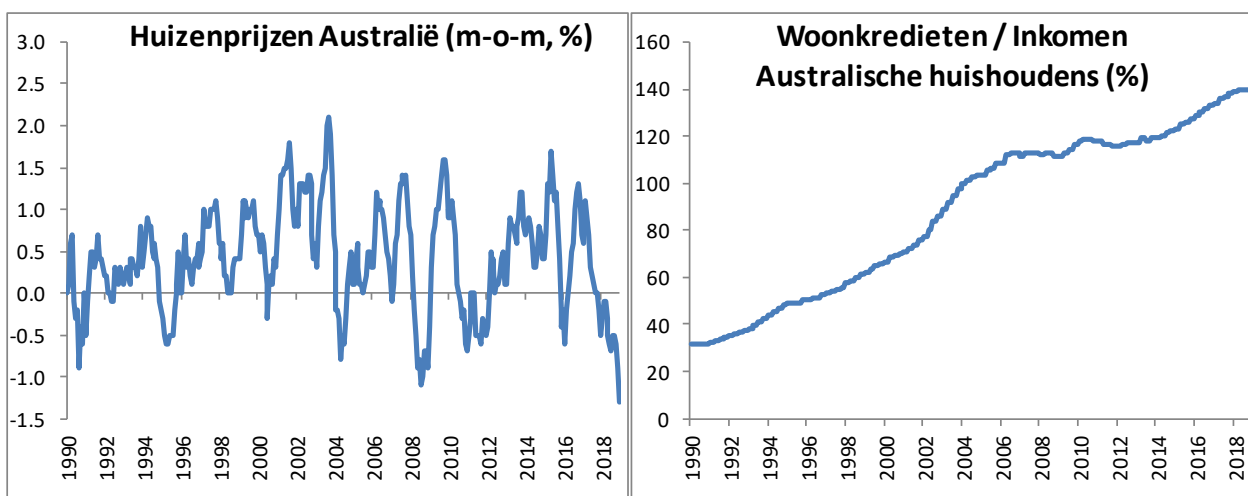
Brief van de Beheerder – 4^e kwartaal 2018
Peter Robson



Bron: Bloomberg

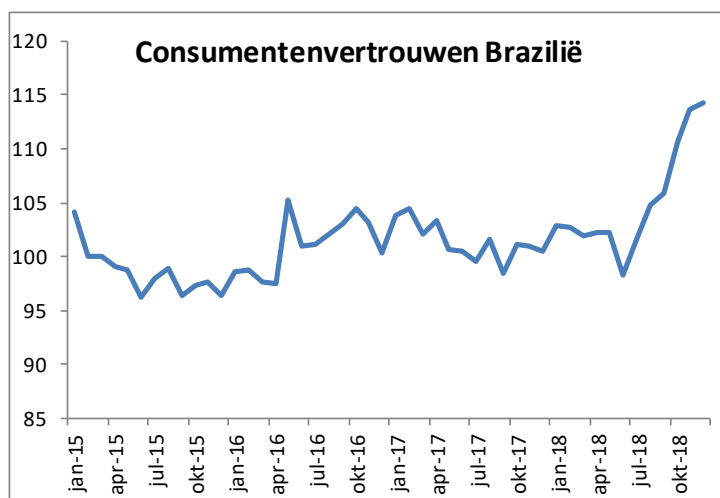
In India leden niet-bancaire financiële instellingen nog steeds onder de wanbetaling van IL&FS (een Indiase maatschappij voor de ontwikkeling en financiering van infrastructuur) in september, waardoor de rente op kredieten steeg en de liquiditeit verminderde. In het vierde kwartaal voerden deze schaduwbanken de effectisering van leningen op om hun afhankelijkheid van kortetermijnfinanciering te verminderen, wat de marges drukte. Wij geloven niettemin nog altijd dat Indiase vastgoed- en hypotheekbedrijven op middellange termijn een groot groeipotentieel hebben dankzij de overheidssteun voor goedkope huisvesting en de lage penetratiegraad van hypotheekleningen in vergelijking met de rest van de wereld. We houden vast aan onze beleggingen in **Prestige Estates** en **Indiabulls Housing Finance**, die ons blootstelling aan deze thema's verlenen.

Australië was met ruim 3% economische groei zowat heel 2018 een buitenbeentje bij de ontwikkelde markten, maar het recessierisico lijkt er toe te nemen. Op de binnenlandse markt lijdde de huishoudens – traditioneel een van de sterkhouders van de Australische economie – onder de lage loongroei, de dalende huizenprijzen en de stijgende kredietkosten op hun hoge schulden. Internationaal zou de economie zwaar getroffen worden door een vertraging in China, de voornaamste handelspartner van het land. Om die redenen hebben wij op dit ogenblik geen posities in aandelen die zijn blootgesteld aan de Australische economie.



Bron: Bloomberg

In oktober werd Jair Bolsonaro tot nieuwe president van Brazilië verkozen nadat hij het met iets meer dan 55% van de stemmen had gehaald van Fernando Haddad van de Arbeiderspartij. De maatschappijvisie van Bolsonaro had wat onbehagen en bezorgdheid teweeggebracht, maar de markten reageerden positief op zijn zege. Beleggers hopen dat Bolsonaro, met Paulo Guedes aan zijn zijde als nieuwe minister van Financiën, erin zal slagen pensioenhervormingen door te voeren en met behulp van privatiseringen de overheid kleiner maakt. Ook de consumenten reageerden positief en het consumentenvertrouwen is nu aanzienlijk groter dan zes maanden geleden. Als Bolsonaro slaagt, kan Brazilië een van de weinige grote economieën ter wereld worden waar in 2019 de groei versnelt.



Bron: Bloomberg

Elke vooruitgang van de Braziliaanse economie zal ook gunstig zijn voor Argentinië. Dit land kampt momenteel met een recessie, maar er zijn tekenen dat de rust weerkeert: de val van de peso is gestuit, het tekort op de lopende rekening is teruggebracht doordat de regering de begroting heeft bijgestuurd, de rente daalt (zij het van een zeer hoog niveau) en de reële lonen beginnen wellicht te herstellen. Het grootste risico blijft politiek: de populariteit van president Macri is het voorbije jaar sterk gedaald, wat uiteraard problematisch is in de aanloop naar de presidentsverkiezingen in oktober. Als er tegen oktober echter economische beterschap merkbaar is of de oppositiepartijen geen geloofwaardig alternatief naar voren kunnen schuiven, is de kans nog altijd groot dat Macri wordt herverkozen. Onze beleggingen in **Banco Macro** en **Despegar** lijken ons een goede manier om in te zetten op tekenen dat de economische vooruitzichten van Argentinië stabiliseren of verbeteren.

Vooruitzichten

De storm die in de eerste negen maanden van 2018 al broeide, barstte in het vierde kwartaal in volle hevigheid los op de aandelenmarkten, waardoor naar het einde van het jaar toe de daling versnelde. De aanleiding was een forse achteruitgang van de macro-economische indicatoren en de winstvooruitzichten, vooral in de VS. Wij denken dat in 2019 andere markten de koppositie zullen overnemen. Als de stijging van de Amerikaanse dollar stopt, en daar zijn enkele aanwijzingen voor, verdwijnt de forse tegenwind die de groei van de opkomende markten beknot heeft. In dat geval kunnen de opkomende markten het vanaf medio 2019 beter beginnen te doen dan de ontwikkelde markten en zijn wij goed geplaatst om daarvan te profiteren.

Stijgende rente, hogere volatiliteit en bredere obligatiespreads in de VS hebben geleid tot een hogere impliciete kostprijs van kapitaal. Wij denken dat voor het eerst in drie jaar een redelijke waardering voor beleggers opnieuw aan belang zal winnen. Onze huidige posities bieden in verhouding tot hun vooruitzichten op dit ogenblik uitzonderlijk veel waarde. 2018 was een moeilijk jaar, maar wij blijven van mening dat de gedaalde waarderingen een interessante kans vormen om de brede markt te verslaan en geloven nog altijd dat onze strategie daar op lange termijn in zal blijven slagen. Om ons af te schermen van het moeilijke macro-economische klimaat blijven we ons toespitsen op beleggingen die zijn ingegeven door bedrijfsspecifieke factoren en structurele groeithema's.

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. Peter Robson, de beheerder, is een Partner van TreeTop Asset Management LLP, een beleggingsvennootschap waaraan de Vennootschap bepaalde beheersmandaten heeft verleend. Dit document, dat uitsluitend ter informatie wordt meegedeeld, vormt geen beleggingsadvies noch een productaanbod. 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.
