



### *Andrew Dalrymple*

Na alweer een ellendig kwartaal kwam er een eind aan een van de slechtste beursjaren ooit, zowel voor aandelen als voor de meeste andere activaklassen. De strategie bleef dit kwartaal min of meer stabiel.

Na een bijzonder pijnlijke septembermaand bracht oktober beterschap, omdat het resultatenseizoen in de VS over het derde kwartaal voor heel wat lichtpuntjes zorgde. Hoewel er een recessie in de VS verwacht wordt, heeft dit zich voorsnog niet vertaald in een lagere winstgevendheid voor de bedrijven, ook al lijkt de winstgroei wat te vertragen. Toch werd elk bedrijf dat ook maar de minste twijfel uitte over de vooruitzichten genadeloos afgestraft door de beleggers, en sommige koersschommelingen waren extreem volatiel. Globaal genomen hebben de beleggingen van onze strategie het resultatenseizoen redelijk goed overleefd, met **Dexcom** als grote uitblinker, het diabetesbedrijf dat een van onze historische posities in de portefeuille is.

In Azië was het Nationaal Volkscongres in China de belangrijkste gebeurtenis van de maand. Deze behoorlijk kleurloze vertoning vindt om de vijf jaar plaats en is erg belangrijk omdat het de partij, en dus de regeringsleiding, bekrachtigt tot de volgende editie. Xi Jinping mocht zoals verwacht aantreden voor een nieuwe ambtstermijn van vijf jaar, hoewel er vermoed wordt dat deze benoeming wel eens voor het leven zou kunnen zijn. Maar wat velen niet hadden zien aankomen, is dat hij zijn ellenlange toespraak zou gebruiken om het zero-COVID-beleid te verlengen tot de lente en zijn intentie nadrukkelijk kenbaar te maken om Taiwan te annexeren, desnoods met geweld. Kers op de taart was dat de nieuwe benoemingen in het Politbureau bijna uitsluitend uit extreme Xi-getrouwen bestaan, terwijl alle bestuurders die men als onafhankelijke technocraten zou kunnen omschrijven geweerd werden.

Uiteraard veroorzaakte dit een stevige beurscorrectie, waarbij de Hang Seng China Index op 24 oktober 7,3% verloor en de maand 16,5% lager afsloot. Het moet volgens ons al heel lang geleden geweest zijn dat de index nog zo'n sterke daling op maandbasis liet optekenen, maar de index noteert nu op het niveau van 1997, toen de Britten Hongkong teruggaven. We verkochten onze laatste belegging in China, **Meituan**, ervan uitgaand dat de negativiteit ten aanzien van China nog wel een tijdje zou aanhouden.

Maar daarmee was het Chinese verhaal nog niet af: in november braken er rellen los, omdat er meer en meer geprotesteerd wordt tegen de langdurige COVID-lockdowns, en tot ieders grote verbazing versoepelde de regering de beperkingen bijna meteen. De markt herstelde zich opmerkelijk snel, en helaas was de strategie niet in staat om voordeel te halen uit deze onverwachte wending. Soms lijkt het alsof dergelijke gebeurtenissen bedoeld zijn om vermogensbeheerders op de proef te stellen, maar deze gemiste kans is hopelijk wel te begrijpen.

Het Amerikaanse resultatenseizoen werd in november met succes afgesloten. **Johnson Controls**, dat verwarmings- en verluchtingsinstallaties installeert en onderhoudt in commerciële gebouwen, maakte hogere winstmarges bekend, naast een degelijke omzetgroei. Het aandeel ging meteen 14,9% hoger. **SiTime**, dat dit jaar net als de meeste halfgeleideraandelen zwak gepresteerd heeft, kondigde een omzetgroei van 16% aan in het derde kwartaal, maar kwam met pessimistische vooruitzichten voor het laatste kwartaal, en voorspelde dat het dieptepunt van de cyclus in het eerste kwartaal van 2023 bereikt zal worden. Ondanks dit teleurstellend nieuws, steeg het aandeel met 17,5%. **Doximity** (software), **Axon Enterprises** (tasers) en **Sprout Social** (software) kondigden eveneens meer dan bevredigende resultaten aan. Dit resulteerde in een stijging van 28,7% en 26,5% voor de eerste twee, terwijl **Sprout Social** 1,7% verloor.

Zo goed als alle Europese beleggingen van de strategie droegen in november een steentje bij. Dankzij uitstekende tussentijdse resultaten boekte het aandeel **Watches of Switzerland** een koerswinst van 31,9%, terwijl **ASML** (halfgeleiders) en **Dino Polska** (supermarkten) allebei stegen met ongeveer 17%. De nieuwere beleggingen **LVMH** en **Novo Nordisk** zijn met 10,1% en 8,2% gestegen. Op het eerste gezicht waren er weinig andere redenen voor de stijging van **LVMH** dan het wereldwijde tekort aan champagne dat het bedrijf binnenkort verwacht, hoewel de heropening van China wellicht de belangrijkste oorzaak van de stijging was. **Novo Nordisk** maakte heel degelijke cijfers voor het derde kwartaal bekend, met een 27,9% hogere omzet, en een 33,9% hogere EBITDA. Er was weinig ander belangrijk bedrijfsnieuws.

December ging redelijk goed van start, maar de hoop op een kerstrally op de beurs verdween al snel en de strategie verloor wat terrein, omdat beleggers vooral oog hadden voor de economische indicatoren en de waarschijnlijke omvang van de renteverhoging door de Federal Reserve.

Volgens ons is een beursherstel in 2023 erg waarschijnlijk<sup>1</sup>. Hoewel de arbeidsmarkt in de meeste ontwikkelde landen krap blijft, zou de inflatie moeten afzwakken, aangezien de energie- en grondstoffenprijzen sinds de tweede helft van 2022 weer dalen, waardoor zowel olie als aardgas nu veel lager staan dan bij de start van de invasie van Oekraïne. Belangrijker nog is dat de beurswaarderingen een massale herevaluatie hebben ondergaan, terwijl alle bedrijven waarin we interesse hebben in uitstekende financiële gezondheid verkeren. Daarom denken we dat er nu enkele aantrekkelijke groeiopportunities voor het grijpen liggen en we starten 2023 dan ook met een hernieuwd optimisme.

---

*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 2022*

---

*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.*

---

---

<sup>1</sup> Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.