



## *Andrew Dalrymple*

De strategie heeft het jaar uitstekend ingezet. Sinds de markten in oktober vorig jaar een dieptepunt bereikten, hebben we een sterk herstel gemaakt.

### Resultaten over het eerste kwartaal van 2024

#### Amerika

De posities die onze strategie aanhoudt in Amerika, zijn het jaar ijzersterk begonnen dankzij het resultatenseizoen dat in de VS half januari op gang kwam. Dat verliep bijzonder goed en bevestigde dat de markt de afgelopen twee jaar een correctie heeft ondergaan omdat beleggers vanwege de hogere risicovrije rente de waarderingen bijstelden en niet omdat de resultaten van Amerikaanse bedrijven verslechterden. Zowat 80% van de bedrijven die cijfers over 2023 bekendmaakten, deed het namelijk beter dan algemeen werd verwacht. Dat lag in de lijn van het uiterst positieve resultatenseizoen over het derde kwartaal van vorig jaar en had net als toen een bijzonder gunstig effect op de aandelenkoersen. In onze Amerikaanse posities liet **Progressive Corp** (verzekeraar) een toename van de inkomsten met 27,7% optekenen, terwijl **Alphabet** (Google) 13,5% omzetgroei en een winststijging van 49,3% meldde. **Mastercard** boekte 12,9% omzetgroei en 18,5% winstgroei, bij **Parker Hannifin** (industrie) klokte de winst 64% hoger af. Het enthousiasme voor halfgeleiders en de technologiesector blijft groot en **Nvidia** koerste in januari alleen al een verbluffende 24,2% hoger. **Vertiv Holdings** en **Meta Platforms** gingen er respectievelijk 17,4% en 10,2% op vooruit. **Dexcom**, **Axon Enterprises** en **AeroVironment** boekten licht verlies, maar januari was globaal genomen niettemin een buitengewoon gunstige maand voor Amerikaanse aandelen, die zowat 60% van de strategie uitmaken.

Februari was voor de strategie een uitzonderlijk goede maand, waarin opnieuw de Amerikaanse posities de grootste bijdrage leverden. **Nvidia** (AI-chips) maakte verbijsterend goede resultaten en positieve vooruitzichten bekend en zag zijn aandeel op één maand met 28% aandikken (aan het einde van het kwartaal noteerde het aandeel 82,4% hoger). **UBER**, een nieuwe positie sinds dit jaar, koerste eveneens gezwind hoger na de publicatie van zijn resultaten, waaruit bleek dat bijna 9,5 miljard passagiersritten wereldwijd voor 18% omzetgroei hadden gezorgd (tijdens een reis naar de VS begin maart stelde ik met ontzag vast dat **UBER** de traditionele taxisector grotendeels lijkt te hebben vervangen). **Comfort Systems**, dat koelsystemen installeert en onderhoudt in grote industriële gebouwen, had eveneens een uitstekende maand. Het aandeel zit nu zowat een jaar in de strategie en is in die tijd in waarde verdubbeld. Een andere positie die zich in februari duidelijk liet opmerken was **Vertiv Holdings**, dat na de publicatie van zijn resultaten steil de hoogte in schoot. **Vertiv** is gespecialiseerd in koelsystemen voor datacenters en onze keuze om het hoofd koel te houden en in koeling te beleggen bleek duidelijk de juiste. Ook **Meta Platforms** (Facebook), **Parker Hannifin** (industrie) en **Broadcom** (halfgeleiders) leverden fraaie bijdragen aan het resultaat.

Maart leverde mooie, maar minder spectaculaire vooruitgang op, met tegenwind van ietwat teleurstellende cijfers van **Braze** en **Jabil Systems**, die lager koersten, in het geval van **Braze** zelfs flink lager. Het bedrijf, dat software maakt waarmee apps en webwinkels de klantenbetrokkenheid kunnen vergroten, is nog steeds licht verlieslatend, maar wel uitstekend gekapitaliseerd. Het verlies over het eerste kwartaal was iets groter dan algemeen verwacht en het aandeel ging 22,1% achteruit. Een positievere bijdrage was er van **AeroVironment**, misschien wel 's werelds meest geavanceerde dronebouwer, die dankzij goede resultaten naar een nieuw record klom. Het aandeel onderging daar enige winstneming en verloor wat hoogte, maar sloot de maand nog steeds 20,8% hoger af dankzij een omzetstijging in het derde kwartaal met 39% en een nog steeds uitzonderlijk goed gevuld orderboekje. **Nvidia** had opnieuw een

prima maand en koerste 13,9% hoger, terwijl **Cintas**, de marktleider in uniformverhuur en kantoorbenodigdheden, heel fraaie resultaten over het derde kwartaal bekendmaakte. De omzet steeg met 9,9% en de marge nam aanzienlijk toe, waardoor de winst 22% hoger uitkwam. Het bedrijf uitte bijzonder bemoedigende vooruitzichten voor het komende jaar en het aandeel koerste dan ook 9,2% hoger. **Progressive Corp.**, een van Amerika's grootste autoverzekeraars, legde voor februari eveneens buitengewoon goede resultaten voor, met een aanzienlijke daling van de schadeverliezen in de autotak en een wezenlijke verbetering van de winst. **Autozone**, **Booking Holdings** en **Comfort Systems** boekten tot slot stuk voor stuk een stevige eencijferige winst en leverden in maart dus eveneens een behoorlijke bijdrage aan het totale resultaat.

## Azië

Medio 2023 verkochten wij al onze posities in China en stapten we over op vier posities in India, die zowat 15% van de strategie uitmaken en nu onze volledige blootstelling aan Azië vormen. Het belangrijkste is echter dat dit in de tweede helft van 2023 een uitstekende beslissing is gebleken en ook in het eerste kwartaal van dit jaar bijzonder gunstig heeft uitgepakt. In januari publiceerden tal van bedrijven resultaten, die bevestigden dat India op alle fronten de wind in de zeilen heeft. De regering-Modi, die sinds 2014 aan de macht is, heeft ingrijpende hervormingen doorgevoerd. De belastingen zijn geharmoniseerd in alle deelstaten, de elektrificatie van het platteland is enorm verbeterd en er is massaal geïnvesteerd in snelwegen, luchthavens en havens. De strategie bezit twee vastgoedaandelen, **DLF** en **Godrej Properties**, twee van de grootste projectontwikkelaars van India. De regering-Modi heeft de sector gerationaliseerd, waardoor kleinere en twijfelachtige spelers uit de markt geduwd zijn. Dat was een uitstekende zaak voor de eindgebruikers, maar ook voor de gevestigde waarden in de sector. De strategie heeft ook een positie in **Apollo Hospitals**, India's grootste private zorgverlener. **Apollo** bezit of exploiteert in India 71 ziekenhuizen en een gigantisch netwerk van apotheken, en wij schatten de kansen in die markt buitengewoon hoog in. Tot slot is ook de positie in **Zomato** een enorm succes gebleken. Dat levert maaltijden, net zoals Just Eat of Uber Eats, maar zal zijn platform in toenemende mate gaan gebruiken om andere online diensten aan te bieden en is daardoor misschien wel India's aantrekkelijkste beleggingskans in e-commerce. India gaat in sneltempo 'online' en smartphones staan vandaag hoog op het prioriteitenlijstje van de consument. 860 miljoen mensen hebben al een data-abonnement. Elk van onze vier aandelen heeft een flinke bijdrage geleverd aan het totale rendement en wij zijn er nog steeds van overtuigd dat de Indiase markt het uitstekend zal blijven doen<sup>1</sup>. In april en mei vinden parlementsverkiezingen plaats en de periode van sterke economische groei die India doormaakt is een sterke troef voor de herverkiezingscampagne van premier Narendra Modi.

## Europa

Ook onze Europese posities hebben in het eerste kwartaal een puike prestatie neergezet. **Novo Nordisk** profiteert nog steeds van zijn afslankgeneesmiddel, dat vandaag niet alleen breed wordt ingezet als obesitasbehandeling, maar ook daarbuiten in bepaalde kringen erg populair is. De verkoop van geneesmiddelen tegen zwaarlijvigheid is de afgelopen vijf jaar verdrievoudigd en vormt een stevige aanvulling op de insulineproductie, de kernactiviteit van het bedrijf. Het aandeel kende een goed kwartaal en sloot de eerste drie maanden van het jaar af met iets meer dan 25% winst.

**Ferrari** is technisch gesproken een autobouwer, maar wordt vaak gezien als luxemerken op wielen vanwege zijn rijke geschiedenis, de stijgende waarde van bestaande modellen en de wachtlijst voor kandidaat-kopers. In 2023 steeg de omzet met 17% tot bijna € 6 miljard en nam de nettowinst toe met ruim 30% tot meer dan € 1,25 miljard, terwijl het bedrijf slechts 3% meer auto's afleverde. Dat steeds meer klanten kiezen voor de duurste afwerkingsniveaus heeft een gunstig effect op de verkoopprijzen, de winstmarge en de koers van het aandeel, dat in februari een sprong van 20% maakte na de publicatie van de resultaten en het kwartaal 32,4% hoger afsloot. Het bedrijf zit nu bijna exact een jaar in onze portefeuille en is in die tijd zowat in waarde verdubbeld.

Voor de rest bestaat de 15% blootstelling van de strategie aan Europa uit **ASM International** en **Inficon**, die het met koersstijgingen van respectievelijk 22,4% en 9,3% eveneens goed gedaan hebben. Aandelen uit de halfgeleidersector waren dankzij de opmars van artificiële intelligentie wereldwijd bijzonder in trek. Beide bedrijven leveren allerlei

---

<sup>1</sup>Rendementen of resultaten worden niet gegarandeerd.

apparatuur die de productie van computerchips verbetert en ondersteunt en profiteerden dan ook mee van dat enthousiasme.

## Vooruitzichten

Beleggers blijven vooral kijken naar de inflatiecijfers en de verklaringen van de Federal Reserve over het renteverloop, maar een trip naar Amerika in maart heeft ons bevestigd dat de bedrijven er daar prima voor staan en gouden zaken doen. De rente kwam tijdens bedrijfspresentaties en ontmoetingen amper ter sprake, om de eenvoudige reden dat relatief weinig bedrijven grote schulden hebben en de meeste aanzienlijke kasstromen genereren. De jongste economische indicatoren, zoals de inkoopmanagersindices van ISM en de arbeidsmarkt cijfers, zijn positief, terwijl de inflatoire druk binnen de perken blijft. Een bezoek aan de VS is meestal een goede manier om de beleggingshonger aan te wakkeren, en ik ben teruggekeerd met heel wat interessante nieuwe ideeën en de bevestiging dat verschillende van de bedrijven waarin de strategie heeft belegd, meer dan goede vooruitzichten hebben.

In Azië zijn we nog steeds bijzonder optimistisch over India en blijven we wel uitkijken naar kansen, maar zien we toch geen reden om onze negatieve houding ten aanzien van China te wijzigen. Europa ondervindt tegenwind van strengere regels, met name op milieugebied, en hogere energieprijzen. De regio staat dan ook niet hoog op ons verlanglijstje, al verwachten we er wel topbedrijven te kunnen vinden en goede kansen te kunnen grijpen.

Tot slot zijn wij er vast van overtuigd – voor zover er geen nieuw wereldwijd conflict opduikt en de bestaande problemen niet escaleren, wel te verstaan – dat de zorgen om de inflatie in de loop van de komende zes maanden zullen wegebben. Op olie na worden grondstoffen nog steeds goedkoper en nu het op vastgoed gebouwde economische model er in puin ligt, zullen de productie- en exportprijzen in China volgens ons steeds verder dalen, een verschijnsel dat we eerder al zagen bij zonnepanelen, windturbines en witgoed. Desinflatie of deflatie lijkt daarentegen een reële mogelijkheid, maar voor het zover is zullen de markten volgens ons hun stijgende lijn doortrekken<sup>2</sup>. De sterkste stijgingen waren tot nu toe voorbehouden aan de grootste aandelen, maar wij verwachten dat de markt veel breder zal aantrekken naarmate het economische herstel vaart wint.

---

<sup>2</sup>Rendementen of resultaten 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 28 maart 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.*

---