

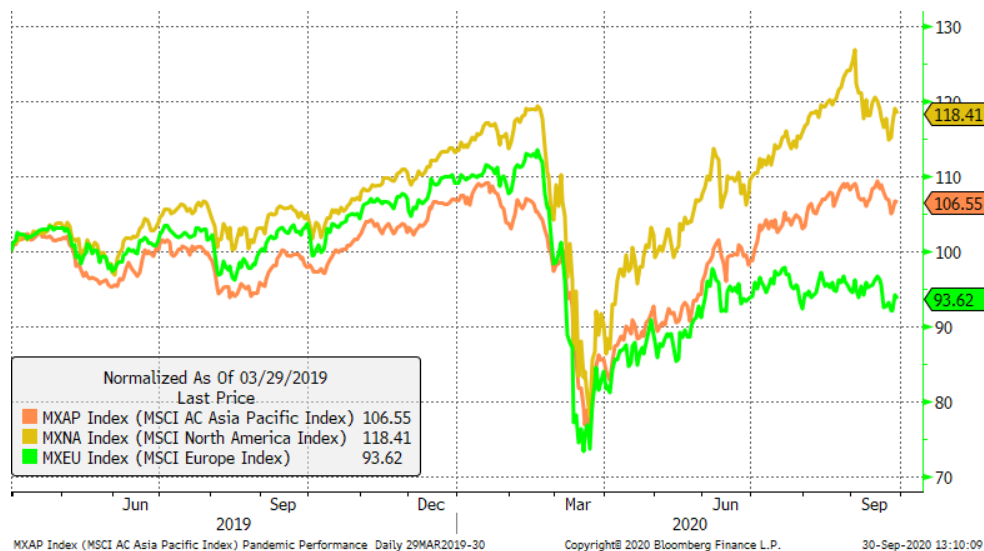


*Jacques Berghmans*

**1. Economische en beursconjunctuur**

Na een moeilijke start van het jaar voor beleggers zijn de aandelenmarkten in het derde kwartaal in het algemeen verder opgeveerd. Zoals uit de onderstaande grafiek blijkt, lopen de marktprestaties echter sterk uiteen. De Amerikaanse markt (geel) doet het veel beter dan de Aziatische markten (oranje) en de Europese markt (groen).

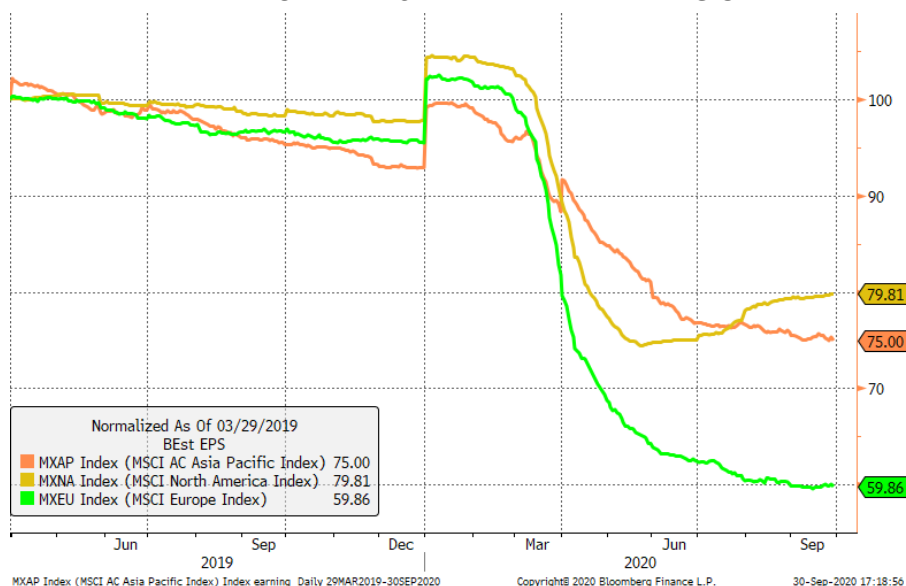
**PRESTATIES VAN DE AANDELENMARKTEN PER REGIO SINDS 2019**



*Bron: Bloomberg*

Dat komt vooral door verschillen in de winstverwachtingen, die veel hoger liggen in de Verenigde Staten en Azië dan in Europa. De onderstaande grafiek van Bloomberg geeft de verwachte totale winst per aandeel (“beste WPA”) voor die drie regio’s weer, en helaas doet Europa (groen) het veel slechter dan de rest van de wereld. Dat zijn alleen maar de verwachtingen voor volgend jaar, en hopelijk gaat het om een tijdelijk fenomeen, maar het toont wel aan dat beleggers in moeilijke tijden zoals deze baat hebben bij een bredere geografische spreiding.

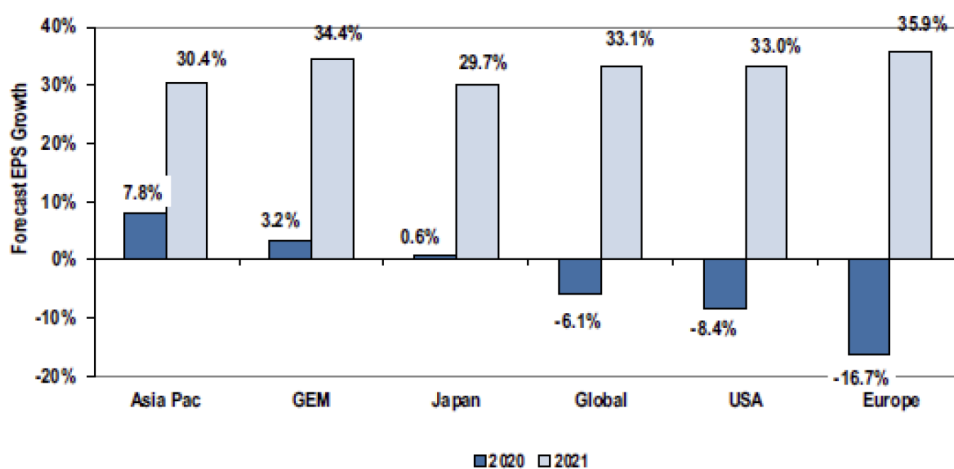
## VERWACHTE WINST PER AANDEEL PER REGIO



Bron: Bloomberg

In deze crisis is er ook goed nieuws voor beleggers: **de bedrijfswinsten houden beter stand dan verwacht**. Zakenbank Merrill Lynch voorspelde in een studie van augustus dat bedrijven in verschillende regio's ook in 2020 winstgroei zullen blijven boeken en dat er in 2021 een forse opleving zal komen. De cijfers hebben alleen maar betrekking op de komende twee jaar, en wie aandelen koopt, koopt eigenlijk de winst van tientallen jaren. Beleggers mogen dus de lange termijn niet uit het oog verliezen.

## VERWACHTE WINSTGROEI PER REGIO IN 2020 EN 2021

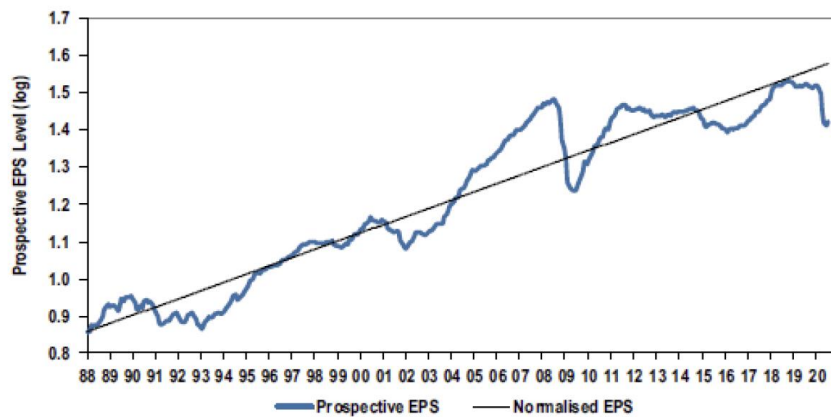


Bron: BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Gelukkig wijst niets erop dat de pandemie de langetermijntrend van de bedrijfswinsten op de wereldwijde aandelenmarkt zal verstoren<sup>1</sup>. Zoals we op onderstaande grafiek kunnen zien, volgen de winsten een opmerkelijk groeipatroon, waarvan ze soms gedurende enige tijd afwijken, zowel in positieve als in negatieve zin. Door de pandemie zijn de winsten in het algemeen teruggevallen tot het niveau van 2015, maar ze beginnen zich weer te herstellen.

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

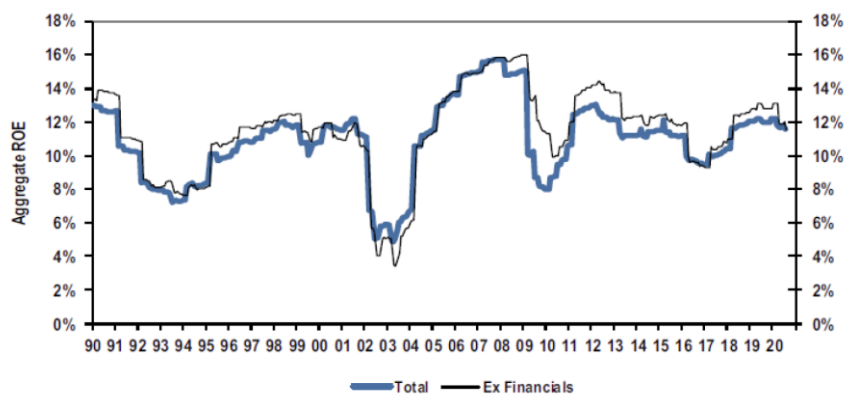
## GROEI VAN DE WINST PER AANDEEL OP LANGE TERMIJN



Bron: BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

De winstgroei van een bedrijf hangt vooral af van het rendement op het eigen vermogen (ROE), dat sinds de jaren 90 tussen 4% en 14% schommelt en het grootste deel van de tijd ongeveer 10% heeft bedragen. Met een ROE van 10% zou een bedrijf een jaarlijkse winstgroei van 10% moeten kunnen halen als het geen dividend uitkeert. Dat betekent ook dat beleggen in aandelen wereldwijd een nominaal rendement van 10% per jaar<sup>1</sup> kan opleveren wanneer de waarderingen en het rendement op het eigen vermogen constant blijven.

## RENDEMENT OP HET EIGEN VERMOGEN VAN BEURSGENOTEERDE BEDRIJVEN OP LANGE TERMIJN



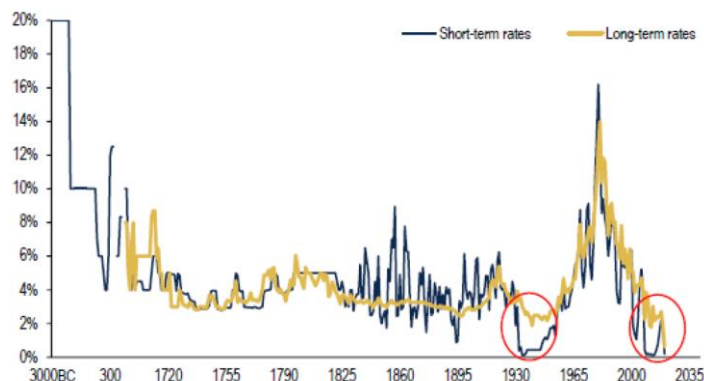
Bron: BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Bij TreeTop hameren we erop hoe **belangrijk het is om wereldwijd te beleggen in plaats van alleen maar in Europa. Wie geen posities heeft in een aantal sterk presterende bedrijven zal waarschijnlijk een veel lager rendement behalen.** De Europese largecapindexen worden gedomineerd door bedrijven met een traditioneel businessmodel, zoals grote banken en verzekeraars en vliegtuig- en autofabrikanten. In een recente analyse van de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven stelde Goldman Sachs vast dat de winst van de bedrijven uit de S&P 500 in het tweede kwartaal, op het hoogtepunt van de pandemie, “slechts” met 34% is gedaald, terwijl de winst van de bedrijven uit de Russel 2000, een index die vooral is samengesteld uit kleinere Amerikaanse bedrijven, een klap van maar liefst 97% kreeg. De vijf bedrijven met de grootste marktkapitalisatie (Apple, Microsoft, Amazon, Google en Facebook) waren in het tweede kwartaal goed voor 16% van de totale winst van de bedrijven uit de index. Wie in de laatste tien jaar niet in die bedrijven belegd was, heeft dus een fors rendement misgelopen. In China hebben technologiebedrijven en spelers uit de gezondheidszorg het net als in de Verenigde Staten veel beter gedaan dan de rest van de markt. Veel van de best presterende Chinese bedrijven, zoals het fameuze trio van de e-commerce JD.com, Alibaba en Pinduoduo, zijn ook genoteerd op de Nasdaq en hebben de Amerikaanse index dus een boost gegeven.

**Naast de winstgroei is er ook nog een andere belangrijke variabele die bepalend is voor de beursprestaties: de waarderingen.** Bij TreeTop denken we dat de gecoördineerde maatregelen van de centrale banken over de hele wereld om de rente erg laag te houden de waarderingen op de aandelenmarkten zullen ondersteunen. Aandelen

waarvan het rendement stijgt door inkopen van eigen aandelen, dividenden en winstgroei<sup>1</sup> zijn een beter alternatief dan vastrentende instrumenten en deposito's die niets opbrengen. We denken bovendien dat het lagerentebeleid nog niet snel zal veranderen, aangezien overheden in Japan, Europa en Noord-Amerika een zware schuld torsen en het zich niet kunnen veroorloven om veel meer rente op hun obligaties te betalen.

Chart 1: Interest rates since 3000BC

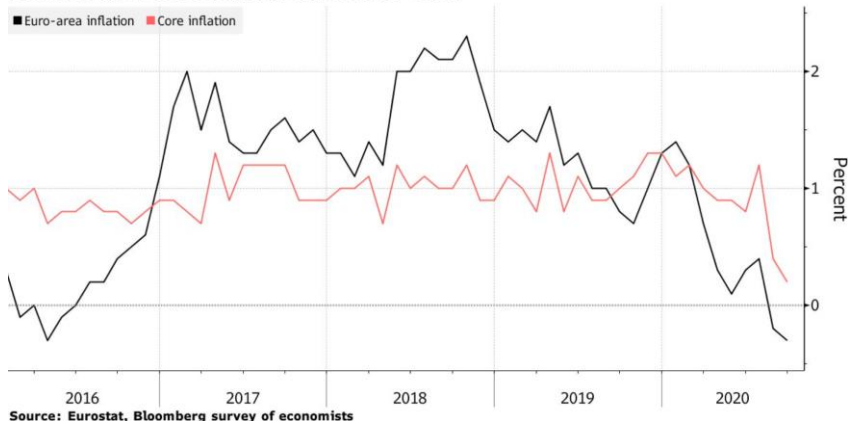


Bron: BofA Global Research. *Global Investment Strategy - the Longest Picture*

Het enige dat een einde zou kunnen maken aan de lage rentevoeten is een forse opflakkering van de inflatie. Die zou de centrale banken dwingen om drastisch in te grijpen, zoals aan het eind van de jaren 70 en in de jaren 80. Op korte en middellange termijn achten we het risico daarop echter klein, aangezien een opstoot in de inflatie doorgaans volgt op forse dalingen van het aanbod, zoals in de jaren 70 met het olie-embargo. Deze keer heeft de pandemie geen wezenlijke impact gehad op de productie van essentiële goederen en diensten. Ze remde evenwel de totale vraag af, omdat mensen thuisbleven en minder consumeerden. In plaats van prijsstijgingen waren er in de meeste landen prijsdalingen, omdat bedrijven kopers wilden lokken met lagere prijzen. De inflatie kan ook aangejaagd worden door de lonen, wanneer die sneller stijgen dan de productiviteit, maar ook de kans daarop is behoorlijk klein, gezien de hoge werkloosheid in het Westen en het grote aantal arbeidskrachten in de opkomende landen.

### Stuck Below Zero

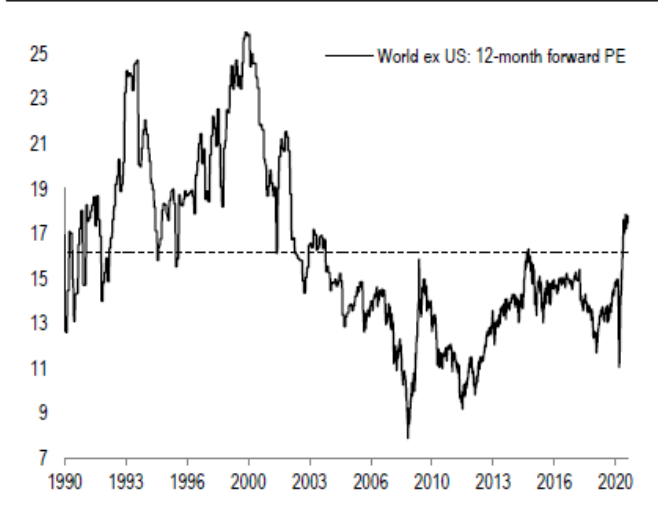
The euro-area inflation rate came in at -0.3%



Source: Eurostat, Bloomberg survey of economists

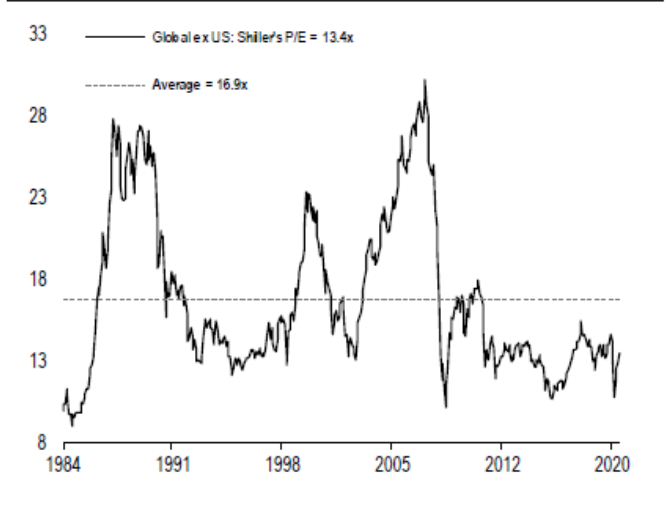
Ten slotte zijn de aandelenmarkten wereldwijd goedkoop in vergelijking met het historisch gemiddelde en spotgoedkoop in vergelijking met andere activa, zoals obligaties en vastgoed. Zoals we op de onderstaande grafieken kunnen zien, ligt de waardering van de aandelenmarkten buiten de Verenigde Staten ongeveer op of net onder het historisch gemiddelde, afhankelijk van de gebruikte maatstaven.

**Figure 52: World ex US 12m fwd P/E is only slightly above its historical average**



Source: Refinitiv, Credit Suisse research

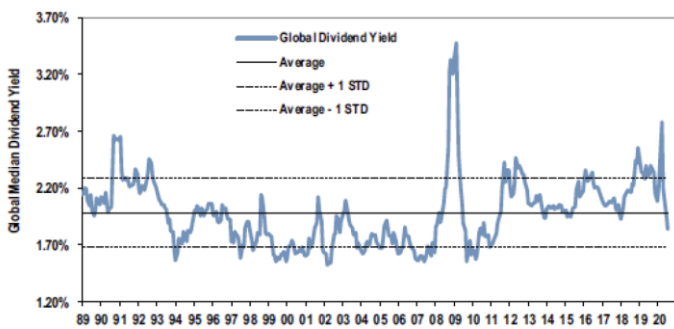
**Figure 53: Outside of the US, the Shiller P/E is quite low relative to historical averages**



Source: Refinitiv, Credit Suisse research

De wereldwijde aandelenmarkt is iets duurder op basis van de koers-winstverhouding, maar nog altijd goedkoper dan in 2000, ondanks de veel lagere cash- en obligatierendementen. Het dividendrendement is in lijn met het historisch gemiddelde en veel hoger dan het rendement van de meeste andere financiële activa.

**DIVIDENDRENDEMENT WERELDWIJD**



**VERWACHTE K/W WERELDWIJD**



Bron: BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Conclusie: veel bedrijven zijn de pandemie beter doorgekomen dan sommige alarmerende krantenkoppen hebben laten uitschijnen. Het is natuurlijk niet allemaal rozengeur en maneschijn. Sommige sectoren en regio's hebben het echt wel moeilijk, maar er zijn ook bedrijven die sterk van de situatie profiteren. De recente crisis bevestigt de kernovertuiging van TreeTop dat beleggen in wereldwijde aandelenindexen een goede manier is om mee te surfen op het succes van die succesvolle bedrijven. Beleggers die in zee gaan met actieve beheerders mogen niet vergeten dat het "verslaan van de markt" alleen maar mogelijk is ten koste van alle anderen. Het is zoals competitie sport. Alleen de beste spelers zullen er goed hun brood mee verdienen. Bij TreeTop beschikken we volgens ons over enkele zeer concurrerende "atleten", die een goede aanvulling kunnen vormen op beleggingen in wereldwijde indexen.

## 2. Onze overtuigingen

Na een sterke opleving in het tweede kwartaal hebben onze kernbeleggingen het in de afgelopen drie maanden wat rustiger gehouden in een context waarin bedrijven zich begonnen aan te passen aan een nieuwe wereld vol beperkingen. Onze beleggingen die sinds het begin van het jaar het sterkst hebben gepresteerd, zijn **HORIZON THERAPEUTICS**, **SHANDONG WEIGAO** en **MAN WAH HOLDINGS**. Onze zwakste beleggingen zijn **INDIABULLS HOUSING FINANCE** en **FUFENG**. Andere beleggingen zijn licht gestegen of gedaald en neutraliseerden elkaar veelal.

Een aantal bedrijven heeft echter bijzonder zwaar geleden onder de pandemie. **INDIABULLS HOUSING FINANCE** was het jaar goed begonnen na een doortastende reorganisatie die volgde op twee jaar crisis op de Indiase markt voor vastgoedfinanciering. Helaas remde de pandemie het herstel af. India werd namelijk een van de zwaarst getroffen landen ter wereld, zowel op economisch als op gezondheidsvlak. Het management werkte onvermoeibaar door om de balans van het bedrijf te saneren en slaagde erin zijn kapitaalpositie te versterken met de verkoop van zijn belang in een Britse fintech tegen een zeer interessante prijs. Het heeft ook kapitaal opgehaald bij zijn aandeelhouders, wat het bedrijf zou moeten helpen om de storm te doorstaan. In vergelijking met vroeger hebben we een relatief kleine positie in het bedrijf, omdat het risico groot blijft, maar de langetermijnvooruitzichten van **INDIABULLS HOUSING FINANCE** en de staat van dienst van het management lijken ons nog altijd bijzonder aantrekkelijk.

Bij **FUFENG**, een van onze langetermijnbeleggingen, laten de verwachte resultaten langer op zich wachten dan we hadden gehoopt. Het bedrijf heeft fantastisch werk geleverd met de consolidering van de sector van de aminozuren en de uitbouw van een productiebasis met lage kosten, maar slaagt er nog altijd niet in om systematisch hoge marges te realiseren door schommelingen in de prijzen van zijn eindproducten. De pandemie heeft niet geholpen, aangezien die nefast was voor restaurants, die een belangrijke afnemer zijn van MSG, een voedingsadditief dat veel gebruikt wordt in de Aziatische keuken en een van de belangrijkste producten van **FUFENG** is. Er zijn echter bemoedigende signalen. Zo genereert het bedrijf telkens weer behoorlijke winsten en kasstromen. Concurrent Eppen is ook in woelig vaarwater beland en zal zich hoogstwaarschijnlijk moeten herfinancieren. We naderen volgens ons de laatste etappe van de consolidering van de sector, wat het aandeel sterk zou moeten ondersteunen.

Enkele van onze best presterende bedrijven dit jaar zijn actief in de gezondheidszorg in de VS en China. **HORIZON THERAPEUTICS** en **SHANDONG WEIGAO** hebben allebei sterke resultaten geboekt en hun aandelen hebben het uitstekend gedaan, respectievelijk dankzij de succesvolle lancering van een nieuw geneesmiddel en de groei van de sector. **HORIZON THERAPEUTICS** is het schoolvoorbeeld van een goede belegging in de farmaceutische industrie. Het bedrijf werd in 2008 opgericht door een ondernemer die een portefeuille wilde samenstellen met geneesmiddelen voor zeldzame ziekten. Die strategie heeft geleid tot een exponentiële groei, waardoor de omzet en de nettowinst dit jaar naar verwachting zullen afklokken op respectievelijk 2 miljard USD en meer dan 600 miljoen USD. Dat overdonderende succes is in wezen te danken aan twee geneesmiddelen: Krystexxa, dat gebruikt wordt om chronische jicht te behandelen bij patiënten die niet reageren op andere behandelingen, en Teprotumumab ("Tepezza"), een behandeling voor endocriene oftalmopathie (schildkliergerelateerde oogaandoening), die in het ergste geval tot blindheid kan leiden. **HORIZON THERAPEUTICS** heeft die twee geneesmiddelen met een beperkte eindmarkt gekocht, er nieuwe toepassingen voor gezocht en ze met veel succes gecommercialiseerd. In de laatste weken hebben we onze positie in het sterk gestegen aandeel teruggeschroefd, maar we hebben nog altijd een behoorlijk belang in het bedrijf, omdat de groeivoorzichten erg goed blijven en het aandeel momenteel tegen een redelijke K/W van 18x verhandeld wordt. Ook **SHANDONG WEIGAO**, een toonaangevend medisch bedrijf in China, is een goede belegging gebleken. Het bedrijf verkoopt infusievloeistoffen (zoals Baxter), naalden en andere medische verbruiksgoederen en heeft een snelgroeiende orthopedische divisie. We hebben het aandeel aan het begin van het jaar in de portefeuille opgenomen en onze positie intussen grotendeels weer verkocht, omdat het aandeel op minder dan zes maanden tijd het koersdoel heeft bereikt die we pas over drie jaar hadden verwacht. Bovendien overweegt de Chinese overheid sterkere prijsverlagingen voor medische artikelen. We zullen later misschien opnieuw beleggen in het aandeel of in obligaties van het bedrijf, als de waardering aantrekkelijker wordt en de groeivoorzichten van de medische sector in China op lange termijn zo goed blijven.

Andere recente aanwinsten in de portefeuille zijn **PACIRA BIOSCIENCES**, **LIVANOVA** en **AKAMAI**.

**PACIRA BIOSCIENCES** is een pionier op het gebied van verdovingsmiddelen met vertraagde werking voor chirurgische doeleinden. Verdovingsmiddelen en pijnstillers hebben de moderne geneeskunde in de laatste vijftig jaar danig veranderd, maar de meeste ervan behoren nog altijd tot één van twee categorieën: middelen voor plaatselijke verdoving en het verzachten van milde pijn, en algemene verdovingsmiddelen en sterkere pijnstillers, zoals opioïden. Het voordeel van de eerste categorie is dat de middelen gemakkelijk toedienbaar zijn en in het algemeen ook erg veilig zijn voor de patiënt. Het gebruik ervan is meestal echter beperkt tot chirurgische ingrepen onder plaatselijke verdoving en de werking is doorgaans kortstondig (denk maar aan het spuitje bij de tandarts). De tweede categorie is veel krachtiger, maar de middelen moeten erg voorzichtig worden toegediend. Ze kunnen bijzonder verslavend werken en een te grote dosis is fataal. Sinds zijn oprichting heeft **PACIRA BIOSCIENCES** zich geconcentreerd op verdovingsmiddelen van de eerste categorie, ze krachtiger gemaakt door de toedieningsmethode aan te passen en ze ook te gebruiken voor complexere chirurgische ingrepen. Het bedrijf heeft zijn eerste product in 2011 op de markt gebracht en is intussen winstgevend. Het management wil sterk groeien in nieuwe regio's en inspelen op nieuwe chirurgische noden. Opmerkelijk genoeg is het aandeel redelijk gewaardeerd, wat een behoorlijke bescherming tegen dalingen en een stevig stijgingspotentieel biedt.

**LIVANOVA** is een internationale specialist in medische technologie met een aantal toonaangevende toestellen die gebruikt worden voor hartchirurgie en de behandeling van epilepsie. De bedrijfsomzet is in de laatste achttien maanden gedaald door de timing van de levenscyclus van zijn producten ten opzichte van de concurrentie, veranderingen in distributieovereenkomsten en een daling van het aantal chirurgische ingrepen die niet absoluut noodzakelijk zijn als gevolg van COVID-19. De groei zal vanaf 2021 naar verwachting echter versnellen dankzij de uitgestelde vraag en nieuwe productlanceringen. De winst zou sneller moeten stijgen dan de omzet dankzij de operationele hefboom. Op langere termijn zullen de winst en de waardering naar verwachting ook flink ondersteund worden door de apparaten in de pijplijn die momenteel getest worden voor de behandeling van depressie, hartfalen en slaapapneu.

**AKAMAI** is eigenaar van een groot content delivery network ("CDN"). Het wereldwijde netwerk van het bedrijf telt meer dan 200.000 servers. Algoritmen voor de levering van inhoud optimaliseren de routing van het internetverkeer om gegevens een zo kort mogelijke afstand te laten afleggen en de wachttijd voor de eindgebruiker te beperken. Dat netwerk en de capaciteit om internetverkeer te volgen, bieden ook een unieke kans om de veiligheid voor de eindgebruiker te optimaliseren. Dreigingen kunnen snel worden opgespoord en tegengehouden voordat ze een hele weg op het netwerk hebben afgelegd. We gaan ervan uit dat de groei van de CDN-activiteit van het bedrijf laag zal blijven, maar belangrijker is dat ze een aanzienlijke kasstroom genereert. Die kasstroom kan worden geïnvesteerd in de beveiligingsactiviteit, die met meer dan 20% per jaar kan blijven groeien dankzij de alsmar sterkere positie van het bedrijf in een snelgroeiende markt. We denken dat de markt de duurzaamheid van die groei nog onderschat.

Zoals uit de bovenstaande voorbeelden blijkt, blijven we interessante, redelijk gewaardeerde beleggingen vinden. Goede ondernemers en managers zijn flexibel, grijpen kansen wanneer ze zich voordoen en zijn in het algemeen goed in het creëren van waarde, zelfs in moeilijke omstandigheden. Bij TreeTop zijn we er nog altijd van overtuigd dat beleggen in hun bedrijven de beste manier is om een vermogen op lange termijn te beschermen en te doen groeien<sup>1</sup>.

---

*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 beheerders van de Vennootschap. 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 30 september 2020*

---

*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.*

---