

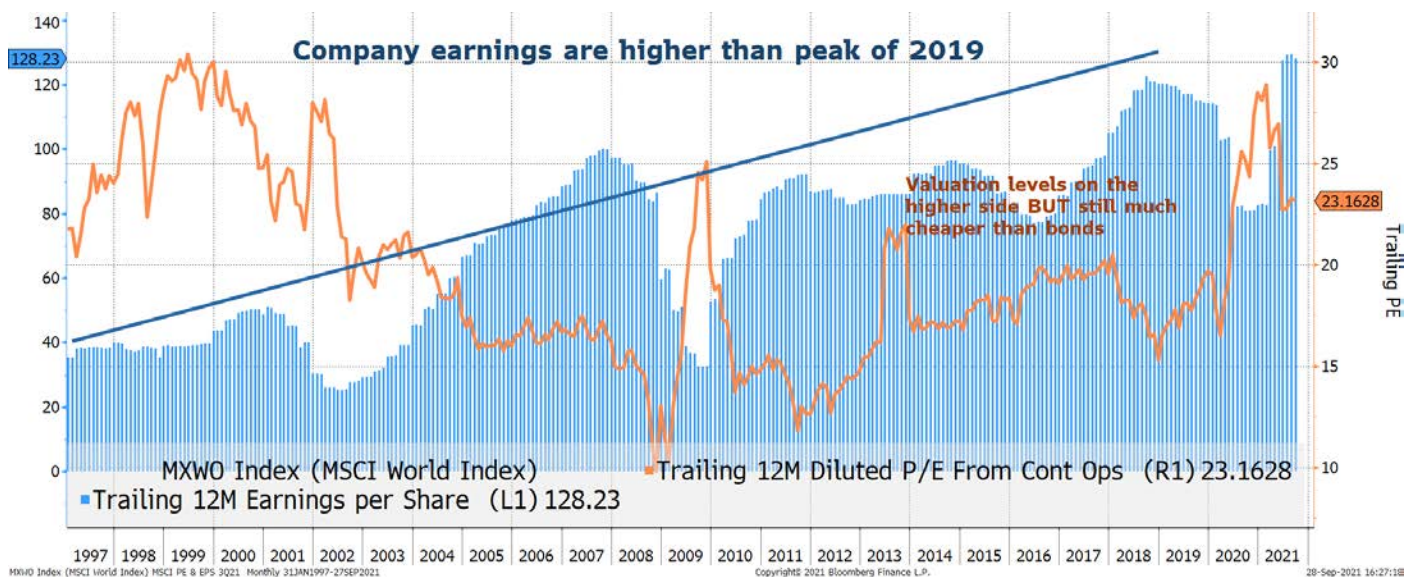


## Brief van de Beheerder 3de Kwartaal 2021

*Jacques Berghmans*

### 1. Economische en beursconjunctuur

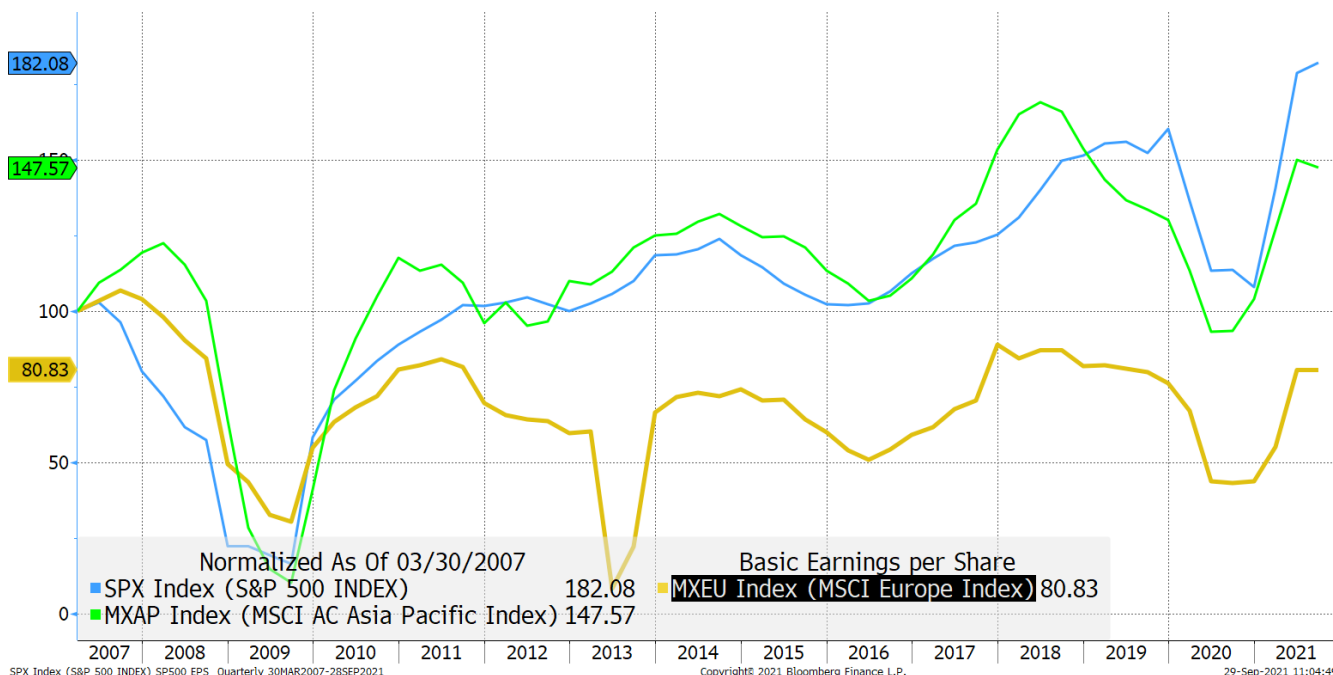
Ik begin deze nieuwsbrief met goed nieuws voor onze klanten: de wereldwijde beurzen verkeren op het moment dat ik dit schrijf in uitstekende gezondheid. De MSCI All Countries World is 20% boven zijn piek uit 2019 vóór de coronacrisis uitbraak. Die sterke prestatie is deels toe te schrijven aan hogere waarderingen, maar de bedrijfswinsten zijn ook sterker gestegen dan algemeen verwacht en liggen vandaag per saldo hoger dan vóór de pandemie. Onderstaande grafiek toont dat de winst per aandeel (in het blauw) sinds begin dit jaar zeer sterk is opgeveerd en aandelen gemeten naar de verwaterde winst per aandeel over de afgelopen twaalf maanden (in het oranje) nu goedkoper gewaardeerd zijn dan zes maanden geleden. De wereldwijde beurzen zijn niet echt goedkoop en de waarderingen liggen nog steeds boven het gemiddelde over de afgelopen tien jaar, maar globaal genomen ligt de koers-winstverhouding lager dan op het hoogtepunt in 2000. De beleggingsomgeving is sindsdien ook ingrijpend gewijzigd, met rentetarieven die wereldwijd dicht tegen 0 liggen en staatschulden die in tal van landen (Italië, Verenigde Staten, Japan ...) de 100% van het BBP naderen of al ruim overschreden hebben. Daardoor zullen de centrale banken volgens ons zeer voorzichtig zijn met het optrekken van de rente, zelfs als de inflatie aantrekt, zodat met schulden overladen overheden geen herfinancieringsproblemen krijgen. Vanwege die unieke situatie denken wij dat de wereldwijde aandelenmarkten die relatief hoge waarderingen lang kunnen volhouden<sup>1</sup>.



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

De waarderingen kunnen standhouden, maar hoe zit het met die andere belangrijke factor voor de wereldwijde aandelenmarkten, de winstgroei? We kunnen niet beloven dat de winsten in hetzelfde ongeziene tempo zullen blijven toenemen, maar zien goede redenen om op **lange termijn** optimistisch te zijn.

In elk van de drie belangrijkste regio's voor aandelenbeleggers – Azië, de Verenigde Staten en Europa – zijn de winsten opgeveerd, al doet de ene markt het beter dan de andere. De bedrijfswinsten in de S&P 500 (in het blauw) zijn sterk gestegen en liggen vandaag hoger dan de piek uit 2019. In de MSCI Asia (in het groen) gingen de winsten vóór de pandemie in dalende lijn. Daar zijn ze aangetrokken tot boven het precoronaniveau, maar liggen ze nog onder de piek uit 2018. In Europa (in het geel) herstelden de bedrijfswinsten later dan in andere markten en is de trend op korte termijn positief, maar liggen de gecumuleerde bedrijfswinsten voor de MSCI Europe nog 20% onder het hoogtepunt uit 2007. De afgelopen vijftien jaar zijn de bedrijfswinsten mondiaal bekeken gestegen, maar concentreerde dat fenomeen zich vooral in de VS en bleven andere regio's van de wereld achter. De volgende fase van winstgroei wordt mogelijk een versnelde inhaalbeweging in Azië en Europa, die de wereldwijde winstgroei verder aanjaagt<sup>1</sup>.



Ontwikkeling van de gewone winst per aandeel in Europa, de Verenigde Staten en Azië – Bron: Bloomberg

De Amerikaanse aandelenmarkten blijven de belangrijkste component van de wereldwijde aandelenmarkten – de regio vertegenwoordigt 50% tot 60% van alle aandelen wereldwijd. De consensus onder analisten is volgens Bloomberg dat de winsten van de S&P 500 de komende twaalf maanden jaar op jaar met een aanzienlijke 23% zullen toenemen en vervolgens zullen vertragen tot om en bij de 5% groei. Gezien het sterke basiseffect is de kans klein dat Amerikaanse bedrijven exponentiële winstgroei realiseren, maar stabiele groei in combinatie met verder herstel in Azië en Europa kan zowel de wereldwijde bedrijfswinsten als de aandelenmarkt verder opdrijven<sup>1</sup>.

Het afgelopen decennium was de grootste bron van waardecreatie op de aandelenmarkt de enorme groei van internetdiensten overal ter wereld<sup>2</sup>. Terwijl enorme aantallen mensen die diensten gebruiken, lokt slechts een handvol bedrijven – voor het merendeel Chinese en Amerikaanse – de meeste klanten. De pandemie heeft een turbo op die trend gezet en sinds juni 2021 vertegenwoordigen vijf bedrijven – Apple, Facebook, Amazon, Microsoft en Google/Alphabet – 20% van de totale marktkapitalisatie van de S&P 500<sup>3</sup>. Hetzelfde zien we in China, waar Tencent en Alibaba een groot deel van de internetdiensten domineren en het voorbije decennium buitengewoon geslaagde beleggingen zijn gebleken. Dat dit degelijke bedrijven zijn, staat buiten kijf, maar torenhoge waarderingen betalen voor aandelen van bedrijven die qua marge- en omzetgroei hun piek wellicht hebben bereikt, baart ons toch wat zorgen. Omdat die technologiebedrijven zo zwaar doorwegen in indexen, hebben we bij TreeTop eind vorig jaar

<sup>2</sup> MSCI World Information Technology Index (USD), cumulatief indexrendement: <https://www.msci.com/documents/10199/69aaf9fd-d91d-4505-a877-4b1ad70ee855>

<sup>3</sup> <https://www.marketwatch.com/story/the-s-p-500-now-is-top-heavy-in-5-big-tech-stocks-but-that-alone-wont-end-this-bull-market-11623187957>

besloten om een nieuwe op waarde aandelen gerichte strategie te introduceren, de 'Dogs of the Dow', die beetje bij beetje een plaats zal krijgen in de beleggingsoplossingen die wij aan klanten aanbieden. Het is een indexstrategie die eruit bestaat tien even grote posities te openen in de tien bedrijven met het hoogste dividendrendement uit de Dow Jones Industrial-index en die twaalf maanden lang aan te houden, tot de volgende herschikking. De strategie heeft een uitstekend trackrecord op lange termijn<sup>4</sup>, met een totaalrendement op jaarbasis van 9,5% sinds 2000, tegenover 8,4% voor de Dow Jones, en biedt gezien de huidige omstandigheden op de wereldwijde aandelenmarkten nog altijd goede vooruitzichten. Een bijkomend voordeel is dat we door aandelen met een hoog dividendrendement te kopen de duur gewaardeerde technologieaandelen vermijden.

Zoals u ongetwijfeld weet gaat er geen dag voorbij zonder alarmerende berichten over de stijgende gasprijzen, schaarste in toevoerketens en andere prijsverhogingen waardoor de inflatie fors kan aantrekken. In onze vorige nieuwsbrief zijn we uitgebreid ingegaan op de oorzaken van de inflatie, de mogelijkheid dat die een tijdelijk fenomeen is en de mate waarin de aandelenmarkt enige bescherming tegen snel stijgende prijzen kan bieden. Om u als lezer niet te vervelen, ga ik daar niet nogmaals over uitweiden. Ik houd het erop dat aandelen veel beter tegen de inflatie beschermen dan obligaties en dat bedrijfswinsten op lange termijn doorgaans immuun zijn voor inflatie.

Tot besluit blijven wij ervan overtuigd dat de aanpak van TreeTop die inspeelt op de **wereldwijde aandelenmarkten** door een **indexfonds met lage kosten** te combineren met enkele **actief beheerde portefeuilles** in handen van **ervaren fondsbeheerders** met een uitstekende staat van dienst, onze klanten wellicht ook in de toekomst profijt zal opleveren. Nu de wereld eindelijk weer helemaal op gang komt na twee jaar deels of volledig onder een stolp te hebben gezeten, verwelkomen we u graag in onze kantoren om u onze strategie uitvoeriger toe te lichten.

## 2. Onze overtuigingen

Ook voor onze beleggingsstrategie was het tot nu toe al een goed jaar, met uitstekende prestaties van **CHINASOFT**, **ASHTAD**, **UNITED RENTALS**, **BANK NORWEGIAN** (vroeger bekend onder de naam **NORWEGIAN FINANCE**) en **ZOPLUS**. Het enige aandeel dat het rendement wezenlijk heeft gedrukt is **VIPSHOP HOLDING**. De meeste posities hebben een positieve bijdrage geleverd of slechts beperkt verlies opgeleverd. Een van onze beste beleggingen is merkwaardig genoeg een Chinees aandeel, terwijl die markt in zijn geheel zware klappen kreeg door het agressieve overheidsingrijpen in de nieuwe economie en bezorgdheid dat op de Chinese vastgoedmarkt een zeepbel dreigt te barsten. Onze belegging in **CHINASOFT** bewijst dat wie een degelijk bedrijf koopt, dat weinig inmenging ondervindt van de communistische partij, in China een prima rendement kan behalen. Niettemin gaan we omzichtig te werk, want het land beleeft tegelijk een belangrijke politieke omwenteling – in de komende twee jaar kan Xi Jinping zijn macht bestendigen of van het toneel verdwijnen – en een economische transitie, van investeringen (vastgoed, infrastructuur) naar consumptie en diensten.

**CHINASOFT** begon als onderaannemer voor de Chinese technologiereus Huawei en groeide geleidelijk uit tot een IT-leverancier voor andere grote ondernemingen, zoals HSBC, en lokale overheidsinstellingen. Wij belegden in het aandeel na een ontmoeting met het management tijdens een van onze recentste reizen naar China. Het aandeel was kort daarvoor gedaald omdat de opdrachtenstroom vanuit Huawei was afgenomen en het bedrijf nieuwe activiteiten aan het opzetten was om de groei naar een hoger niveau te tillen. We vonden het bedrijf aantrekkelijk omdat het in tegenstelling tot de meeste softwareaandelen aantrekkelijk gewaardeerd was en nog veel groeipotentieel had. We zijn verheugd dat ons beleggingsscenario nog beter heeft uitgepakt dan we hadden verwacht. Het bedrijf haalde een rits nieuwe klanten en projecten binnen en verdubbelde tussen 2017 en 2021 bijna zijn omzet en nettowinst. Het aandeel is duurder dan enkele jaren geleden, maar noteert nog steeds tegen een redelijke 20 maal de toekomstige winst, met potentieel voor verdere tweecijferige winstgroei<sup>1</sup>.

---

<sup>4</sup> <https://www.investopedia.com/terms/d/dogsofthedow.asp>

Twee bedrijven die dit jaar een grote bijdrage aan het rendement leveren, **BANK NORWEGIAN** en **ZOOPLUS**, waren overnamedoelwitten van banken en private equity-fondsen. **ZOOPLUS**, een vooraanstaande e-commerce in huisdierenartikelen, heeft een volatiele rit achter de rug maar is niettemin een uitstekende belegging gebleken. Het aandeel daalde aanvankelijk doordat de groei vertraagde, maar veerde van bij het begin van de pandemie ijersterk op. Ons beleggingsscenario destijds was dat **ZOOPLUS**, als gespecialiseerd e-commercebedrijf, betere prijzen en meer gebruiksgemak kon bieden dan generalisten zoals Amazon en fysieke winkels. De pandemie heeft de groei van **ZOOPLUS** aanzienlijk aangewakkerd, want er werden meer huisdieren verkocht en de klassieke winkels bleven dicht. Een aantal private equity-fondsen heeft die trend nu ook gespot en is een biedoorlog begonnen om het bedrijf te kunnen kopen. Het scenario voor **BANK NORWEGIAN**, een toonaangevende online verstreker van consumentenkrediet in Scandinavië, pakte minder goed uit. De pandemie genereerde kredietrisico's bij sommige huishoudens en drukte tegelijk de kredietvraag bij andere. Het bedrijf bewees zijn wendbaarheid door in die uitzonderlijke omstandigheden toch fatsoenlijke cijfers neer te zetten. Jammer genoeg voor de publieke aandeelhouders zag een andere bank, **NORDAX**, de lage koers van het aandeel als een kans om een prima bedrijf voor een prikje op de kop te tikken. Wij hebben openlijk aangeklaagd dat de biedprijs veel te laag was, zeker in vergelijking met verlieslatende fintechbedrijven elders in de wereld. De CEO van **BANK NORWEGIAN** nam ook ontslag uit onvrede met de overnameprijs en -strategie voor het bedrijf, maar we wisten alleen een iets beter bod uit de brand te slepen en konden geen tweede bieder overtuigen om mee in de strijd te stappen. Een kleine troost is dat het aandeel dit jaar uitstekend gepresteerd heeft en er nu kapitaal vrijkomt voor nieuwe ideeën.

**VIPSHOP HOLDING**, een vooraanstaande Chinese online kledingverkoper, werd na een fenomenale start van het jaar uiteindelijk een van onze zwakste aandelen. Het publiceerde degelijke financiële resultaten, maar werd eerst getroffen door de val Archegos Capital, dat een grote positie in het aandeel had, en vervolgens door het verslechterende sentiment ten aanzien van Chinese e-commercebedrijven. Het bedrijf besloot ook om meer te investeren in groei, wat op korte termijn een invloed zal hebben op de marges en bij beleggers op weinig bijval kon rekenen in dit moeilijke klimaat. Het aandeel stelde weliswaar sterk teleur, maar de financiële kerncijfers blijven gezond en wij houden nog steeds een kleine positie aan. We wachten tot de situatie stabiliseert en breiden onze positie mogelijk uit wanneer het momentum aantrekt.

Onze twee beleggingen in machineverhuurders in de Verenigde Staten, **UNITED RENTALS** en **ASHTeAD**, zetten hun steile klim uit het dal van de pandemie voort en bereiken nieuwe recordhoogtes. We hebben deze bedrijven al verschillende jaren in portefeuille, over een aantal economische cycli heen, en zijn onder de indruk van hoe goed zij standhouden in mindere tijden. Ze illustreren perfect waar wij naar op zoek zijn wanneer we in een aandeel beleggen. Beide bedrijven hebben een uitstekend zakenmodel met een hoog rendement op geïnvesteerd vermogen over lange tijdspannes. Dankzij een combinatie van netwerk- en schaal-effecten, grote en groeiende afzetmarkten en uitstekende uitvoering zijn beide bedrijven erin geslaagd zowel op eigen kracht als via overnames te investeren in winstgroei. Tussen 2012 en 2021 ging de winst per aandeel bij **UNITED RENTALS** ruim maal 7 en bij **ASHTeAD** bijna maal 10! Het laatste ingrediënt voor een echt succesvolle belegging is een markt die de kwaliteit van een bedrijf miskent en beetje bij beetje tot inkeer komt. Zowel **UNITED RENTALS** als **ASHTeAD** werd lange tijd beschouwd als een zeer conjunctuurgevoelig bedrijf en noteerde daarom tegen een lage waardering. Tot op zekere hoogte klopt dat wel, maar de brede markt had geen volledig besef van het contracyclische karakter van de kasstromen en het groeiende prijszettingsvermogen van deze twee bedrijven. Het probleem met echt conjunctuurgevoelige bedrijven, zoals traditionele autobouwers en luchtvaartmaatschappijen, is dat zij grote hoeveelheden cash opbranden tijdens een economische crisis, met allerhande negatieve gevolgen. Doorheen de jaren hebben **UNITED RENTALS** en **ASHTeAD** hun zakenmodel verfijnd om vanaf de eerste tekenen van een crisis de kapitaalinvesteringen fors terug te schroeven. Sterkere consolidatie in de sector en een verschuiving naar verhuur van gespecialiseerde machines gaven beide bedrijven ook veel meer greep op de prijszetting, waardoor zij tijdens een dip hun kasstromen en winsten konden beschermen. Al die elementen samen leidden tot een veel stabielere winst en een langzame klim van het aandeel.

Om af te ronden vinden we het voor onze klanten geweldig dat zowel de markt als onze strategie sinds begin dit jaar uitstekende resultaten<sup>5</sup> heeft behaald. Er doemen enkele economische wolken op aan de horizon, maar een volledig heldere hemel heb ik in mijn veertigjarige loopbaan nog nooit gezien. Cruciaal is om te onthouden dat uiteindelijk elke storm overwaait en beleggers op de aandelenmarkt zich niet mogen overgeven aan angst (door in paniek te verkopen) of euforie (door te beleggen met een hefboomeffect).

Wij wensen u nog veel beleggingsplezier en staan klaar om eventuele vragen te beantwoorden.

---

*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 2021*

---

*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.*

---

---

<sup>5</sup> In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie voor de toekomst. Resultaten of rendementen worden niet gegarandeerd.