

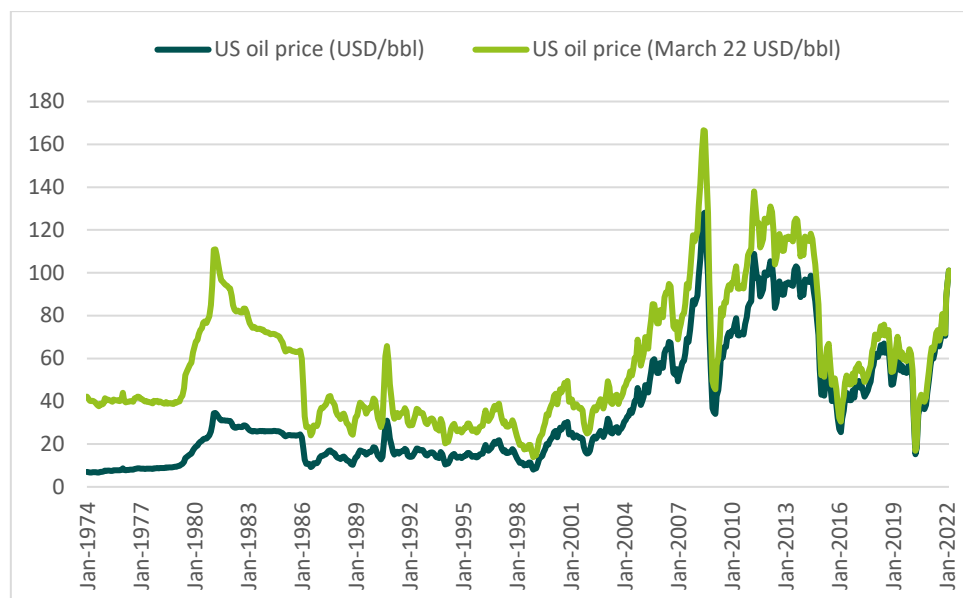


Jacques Berghmans

1. Economische en beursconjunctuur

Na een uitstekend jaar voor wereldwijde aandelenbeleggers in 2021, waren de eerste maanden van 2022 moeilijker aangezien de meeste wereldwijde indexen net minder dan 10% daalden. De meeste beleggers begonnen het jaar wat zenuwachtig over de stijgende inflatie in de hele westerse wereld en begonnen agressief te verkopen aan het begin van de crisis in Oekraïne. We volgen allemaal de situatie op de voet en hopen dat deze tragedie spoedig vreedzaam kan worden beëindigd. We willen echter geen geopolitieke commentaar geven aangezien we geen experts zijn op dit gebied.

Als we kijken naar de situatie vanuit economisch en financieel oogpunt, zien we dat Rusland weliswaar een zeer grote oppervlakte heeft, maar een relatief kleine economie en een nog kleinere financiële markt. Volgens Morningstar bedraagt de blootstelling van Europese activa aan Russische aandelen slechts 0,27%¹ en de Russische financiële activa zijn te verwaarlozen op mondiaal niveau. Zoals de meesten van jullie bij het tankstation hebben gezien, heeft de crisis in Oekraïne nu het begin van een energiecrisis aangewakkerd. Zelfs daar moet de crisis in perspectief worden geplaatst. De olieprijs ligt nog steeds onder hun piek in 2007 (met name aangepast voor de inflatie in lichtgroen) en hoewel de gasprijzen in Europa zeer hoog zijn, liggen ze dicht bij het laagste niveau op 10 jaar in de Verenigde Staten.

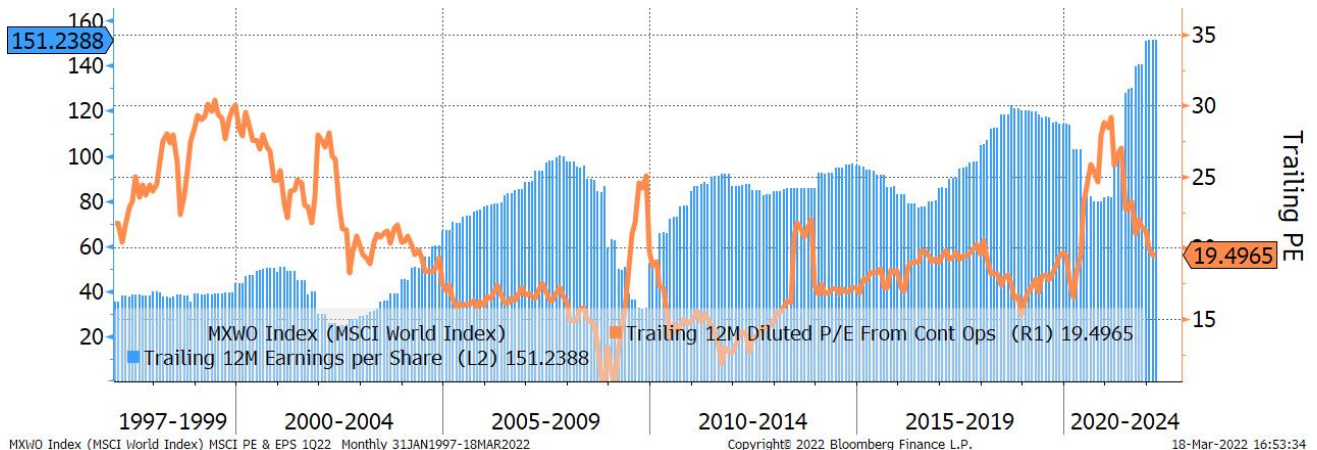


Figuur 1 Bron: Bloomberg, <https://www.eia.gov/>, TreeTop AM

¹ <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/219189/how-exposed-are-european-funds-to-russia.aspx>

Deze crisis herinnert ons aan het belang van een **wereldwijde aanpak wanneer we beleggen in aandelen**. Een crisis kan snel een regio of een sector onwrichten, maar treft zeer zelden alle ondernemingen in de wereld negatief. Zelfs een wereldwijde crisis zoals de COVID-19-pandemie creëert kansen. Het heeft het onderzoek naar immunisatie en RNA aanzienlijk gestimuleerd, wat mogelijk leidt tot nieuwe ontdekkingen in de toekomst. Het heeft geleid tot een bloei voor e-commercebedrijven en tot een wijdverbreide invoering van het thuiswerken. Het toonde ook aan dat **verkoopen in paniek nooit een goed idee is** en dat betere tijden uiteindelijk altijd weer komen opdagen.

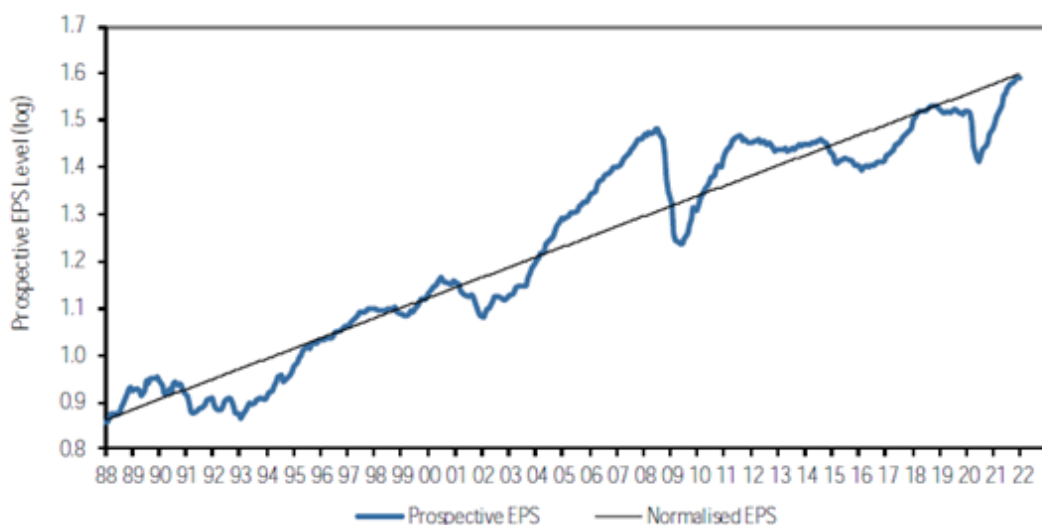
Wanneer we louter naar de financiële fundamentals kijken, begint het plaatje veel positiever te zijn. De bedrijfswinsten (blauw) staan op historisch hoge niveaus, maar de wereldwijde aandelenmarkt is de voorbije zes maanden gedaald en er wordt momenteel verhandeld in lijn met de waarderingsratio's op lange termijn (oranje).



Figuur 2 Bron Bloomberg

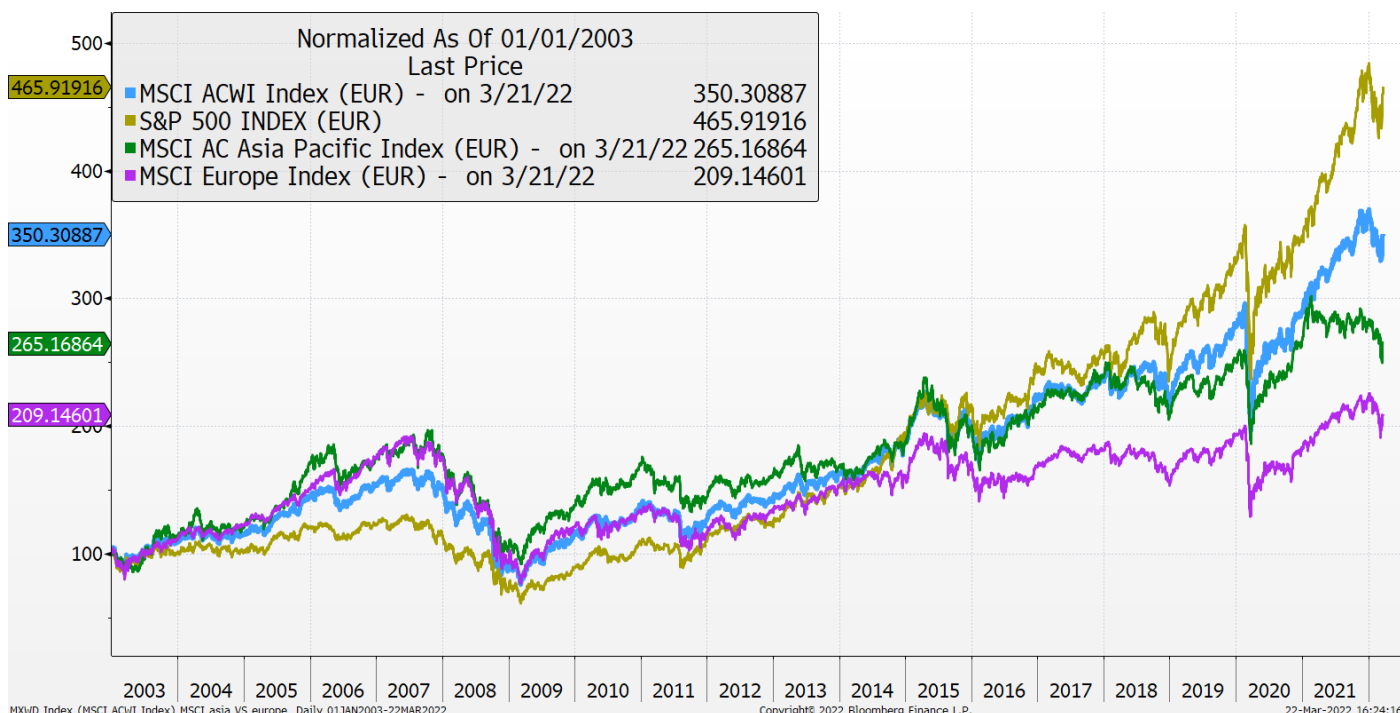
Zoals we in onderstaande grafiek kunnen zien, lijkt het recente herstel van de bedrijfswinsten op de wereldwijde markten meestal een lange inhaalbeweging te zijn. De wereldwijde winstgroei lag sinds 2015 onder de trend en het recente winstherstel na de pandemie zorgde ervoor dat de wereldwijde winst per aandeel (globale verwachte WPA) weer dichterbij zijn langetermijntrendlijn kwam. We zijn ver verwijderd van de periode van “excessieve inkomsten” tijdens de eerste jaren van deze eeuw, waar de wereldwijde winstcijfers het aanzienlijk beter deden dan hun langetermijntrend, tot de wereldwijde financiële crisis in 2009 de winstcijfers deed kelderen.

Chart 71: Global Prospective EPS and Trend EPS Earnings expectations have improved in World in last 3m



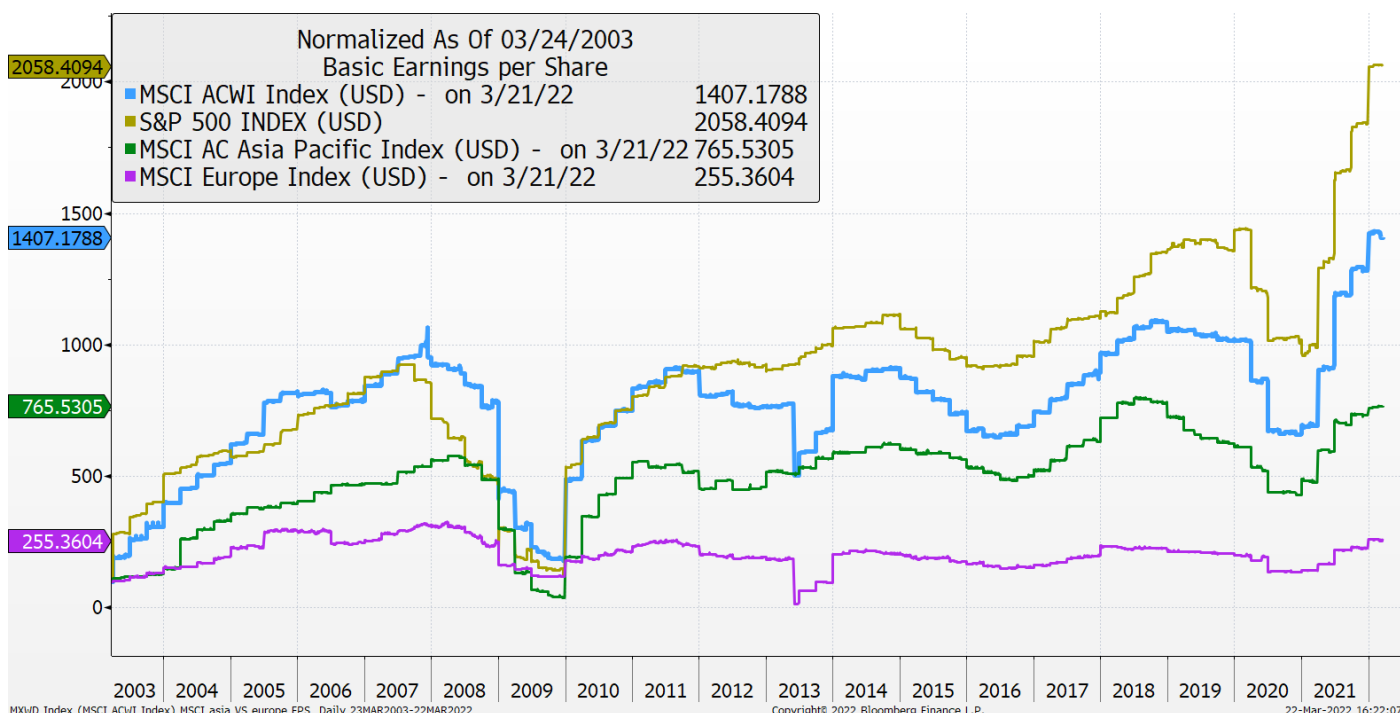
Figuur 3 Bron BofA Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Als we de resultaten per regio bekijken, zien we dat de Amerikaanse aandelenmarkt (S&P 500 in het geel) duidelijk beter presteerde dan alle sectorgenoten. De Europese markten (MSCI Europe in het paars) liggen licht onder hun piek van vóór COVID en de MSCI Asia (groen) is de achterblijver.



Figuur 4 Bron Bloomberg

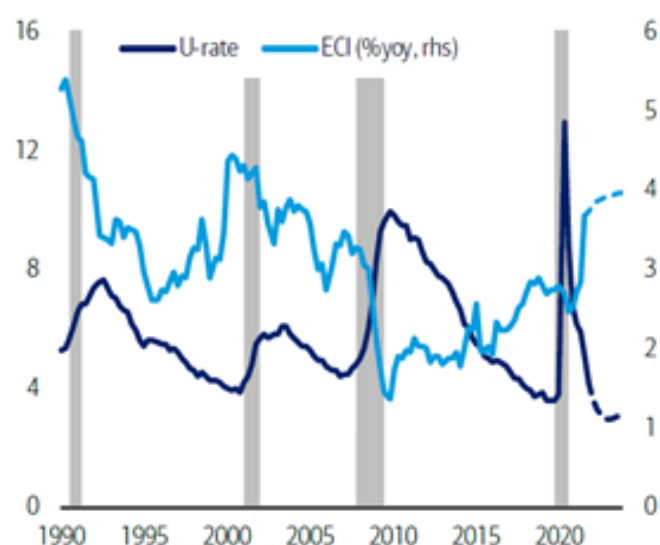
Het verschil in marktherstel op de markten lijkt grotendeels te worden gedreven door het herstel van de bedrijfswinsten in de VS (geel) dat veel sterker was dan in alle andere regio's van de wereld. De bedrijfsresultaten van Europese bedrijven (paars) kregen zwaar te lijden onder de pandemie. Ze hebben zich de afgelopen maanden weliswaar sterk hersteld, maar de recente energiecrisis in Europa zal dit herstel waarschijnlijk temperen. Aziatische bedrijven (groen) behaalden tijdens de pandemie veel betere resultaten dan Europese bedrijven, maar bleven de afgelopen maanden toch achter bij de algemene markt. Wanneer we naar de lange termijn kijken, presteerden de VS fors beter dan alle andere grote markten en deden ze de hele markt stijgen.



Figuur 5 Bron Bloomberg

Exhibit 4: Unemployment rate and ECI wages

U-rate to reach a low of 3% by end of 2023, sending wages higher



Figuur 6 Bron BofA Global Research, Bureau of Labor Statistics

Het recente winstherstel in de VS lijkt op middellange termijn duurzaam te zijn, omdat het gebaseerd is op een sterke binnenlandse economie. Inflatie is een zorg, maar in tegenstelling tot Europa, waar de inflatie vooral afkomstig is van een energieschok, zijn de stijgende prijzen in de VS grotendeels het gevolg van de zeer sterke globale vraag en de stijgende lonen. Dit is een veel beter probleem, aangezien het de beleidsmakers in de VS meer ruimte biedt om de juiste maatregelen te nemen om de inflatie te bestrijden zonder de vooruitzichten op lange termijn van de Amerikaanse economie te schaden. Jerome Powell, de voorzitter van de Federal Reserve in de VS, beschikt over een aantal instrumenten (zoals het verhogen van de rente,...) om de inflatie te bestrijden, terwijl de Europese beleidsmakers op korte termijn weinig controle hebben over de gasprijzen. Zoals we op de

grafiek hierboven zien, is de werkloosheid in de VS (donker blauwe lijn) snel gedaald na de acute fase van de pandemie. De lage werkloosheid zorgt nu voor een versnelling van de loongroei (lichtblauw), wat een economisch herstel in de VS zou moeten aanwakken.

Als we de drijfveren van de Amerikaanse aandelenmarkt in detail analyseren, zien we dat 9 op de 10 van de grootste negatieve prestaties werden geleverd door grote Amerikaanse technologiebedrijven (Facebook, Microsoft... aan de rechterkant van de onderstaande tabel). Oliemaatschappijen (Chevron, Exxon en Occidental Petroleum), farmaceutische bedrijven (Abbvie), defensiebedrijven (Lockheed Martin) en de goede oude Berkshire Hathaway – waaruit blijkt dat Warren Buffett zelfs op 95 jaar nog steeds golven in de beleggingswereld blijft veroorzaken – droegen positief bij.

Ticker	End Prc	Net Chg	Points	%Idx Mv	Ticker	End Prc	Net Chg	Points	%Idx Mv
1. CVX UN	159.48	+43.35	+9.913	+2.82%	1. FB UW	211.19	-125.16	-34.981	-9.95%
2. BRK/B UN	342.77	+43.77	+9.462	+2.69%	2. MSFT UW	296.29	-39.34	-34.959	-9.94%
3. XOM UN	78.30	+17.78	+8.997	+2.56%	3. AAPL UW	161.29	-16.05	-29.552	-8.40%
4. ABBV UN	157.63	+23.62	+4.930	+1.40%	4. TSLA UW	896.53	-160.25	-15.398	-4.38%
5. COP UN	98.92	+27.10	+4.237	+1.20%	5. NFLX UW	375.98	-226.46	-11.846	-3.37%
6. OXY UN	56.95	+28.03	+2.943	+0.84%	6. PYPL UW	113.57	-75.01	-10.409	-2.96%
7. LMT UN	431.22	+78.24	+2.274	+0.65%	7. NVDA UW	260.62	-33.44	-9.882	-2.81%
8. BMY UN	70.08	+8.27	+2.168	+0.62%	8. AMZN UW	3143.00	-191.34	-9.860	-2.80%
9. DE UN	407.83	+64.94	+2.163	+0.6					

Spread the Wealth

Ebit margins are higher across S&P 500 sectors

	2020	2021	2022E
Communication Services	16%	22%	24%
Consumer Discretionary	6	10	11
Consumer Staples	9	10	10
Energy	-20	9	15
Financials	18	31	21
Health Care	8	11	14
Industrials	6	12	14
Information Technology	22	26	31
Materials	9	16	18
Real Estate	20	23	25
Utilities	19	16	23

Source: Bloomberg

Note: Ebit margins for 2022 are analysts' consensus estimate.

BloombergOpinion

Gelukkig heeft TreeTop met de hulp van Aubrey Capital haar algemene beleggingsstrategie ten opzichte van de VS een paar jaar geleden herschikt. Onze wereldwijd geïndexeerde strategie, die sterk blootgesteld is aan de Amerikaanse markten, heeft ook bijgedragen aan het leveren van goede resultaten voor klanten in de afgelopen jaren en we hopen dat we dat in de toekomst kunnen blijven doen. Samengevat: de recente marktcorrectie is ongelukkig, maar niet ongewoon en we denken dat de langetermijnbeleggers ze snel moeten vergeten.

Neem contact op met het TreeTop-team voor vragen over deze nieuwsbrief of beleggen in het algemeen.

2. Onze overtuigingen

Hoewel onze strategie sinds het begin van het jaar iets laag is, heeft ze het beter gedaan dan de brede markt dankzij een combinatie van blootstelling aan de **DOGS of the DOW** en beleggingen in waarde aandelen van over de hele wereld. Zoals we in onze vorige nieuwsbrief hebben uitgelegd, hebben we vorig jaar besloten om een deel van onze strategie te beleggen met behulp van de **DOGS of the DOW**-methode, om de blootstelling te verhogen aan grote winstgevendende Amerikaanse bedrijven die verhandeld worden aan relatief lage waarderingsmultiples. Een andere reden was om de risico's in onze strategie, die sterk blootgesteld is aan groeiende middelgrote ondernemingen in Azië, beter in evenwicht te brengen.

Het doet ons genoeg vast te stellen dat deze strategische stap dit jaar goede resultaten heeft geboekt. Een aantal bedrijven, met name **CHEVRON**, een toonaangevende olie- en gasproducent, **DOW INC**, een grote internationale petrochemisch bedrijf, **AMGEN** en **MERCK**, twee grote farmaceutische bedrijven, droegen dit kwartaal bij aan het resultaat.

Ook **FUFENG GROUP**, **JAZZ PHARMACEUTICALS** en **UPLL** droegen dit kwartaal bij aan het rendement van onze strategie. **FUFENG GROUP**, dat al lang tot onze portefeuille behoort, is eindelijk wat resultaten beginnen te genereren in een zeer moeilijke Chinese aandelenmarkt. Het bedrijf is de grootste producent van MSG (een belangrijk voedseladditief in de Aziatische keuken) en heeft zijn markt geconsolideerd dankzij zijn goedkope productiebasis. Het aandeel had de afgelopen jaren niet echt gewerkt, omdat het bedrijf moeite had om zijn marges volledig onder controle te krijgen. Niettemin hielden we een belangrijke belegging in **FUFENG GROUP**, gezien de zeer lage aandelenwaardering en de financiële sterkte van het bedrijf. We denken dat er een aanzienlijk stijgingspotentieel bestaat als het bedrijf de consolidatie van zijn sector succesvol afrondt. Zo niet, lijkt het neerwaartse risico beperkt aangezien de bestaande activiteiten een sterke kasstroom genereren en het aandeel goedkoop is. **JAZZ PHARMACEUTICALS** is een groeiende farmaceutische onderneming in de VS met een aantal belangrijke behandelingen voor slaapstoornissen en een groeiend bedrijf in medicinale cannabis die gebruikt wordt bij de behandeling van neurologische aandoeningen. In de afgelopen jaren heeft het bedrijf uitstekend werk geleverd in het behoud van zijn kasstromen dankzij de goede verkoop van zijn slaapstoornissenbehandelingen. Het gebruikte zijn kasopbrengsten om een Brits biotechnologiebedrijf GW Pharmaceuticals te kopen, een leider in de wetenschap, ontwikkeling en commercialisering van cannabinoïdengeneesmiddelen op voorschrift. De overname werd aanvankelijk niet goed gewaardeerd door de markt en het aandeel daalde fors. In de afgelopen maanden is **JAZZ PHARMACEUTICALS** beginnen te herstellen nadat het bedrijf goede financiële cijfers kon voorleggen voor zijn kernactiviteit van de slaapfranchise en in cannabinoïdengeneesmiddelen op voorschrift.

De drie grootste negatieve bijdragen werden dit jaar geleverd door **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, een toonaangevende hypotheekverstrekker in India, **CHINASOFT INTERNATIONAL**, een groot Chinees IT-outsourcingsbedrijf en **MAN WAH HOLDINGS**, een toonaangevend sofamerk en fabrikant in China. **INDIABULLS HOUSING FINANCE** leverde redelijk goede resultaten en een veelbelovend businessplan voor de komende jaren, maar het aandeel, zoals de meeste Indiase financiële instellingen in India, leed onder een moeilijker macro-economisch klimaat. **MAN WAH HOLDING** bleef tot nu toe goede resultaten boeken, maar de export naar de VS had te lijden onder de toenemende stijging van het vrachtverkeer en de mogelijk tragere vraag in China. Ten slotte begonnen beleggers rekening te houden met het risico op loonsverhogingen voor IT-medewerkers en mogelijk lagere marges voor **CHINASOFT INTERNATIONAL**. We hebben in het verleden enige winst genomen op enkele van deze drie aandelen zonder alles te verkopen, aangezien deze drie bedrijven goede managementteams hebben met trackrecords op het gebied van groei. Deze drie bedrijven hebben nog steeds grote markten in het geval van **MAN WAH** en **CHINASOFT** en een "enorm" groeipotentieel² in het geval van **INDIABULLS HOUSING FINANCE**. Al deze drie aandelen noteren ook tegen een korting ten opzichte van de algemene markt, ondanks wat volgens ons een veel beter groeipotentieel is.

Zoals we eerder al hebben gezegd, creëert elke crisis enkele winnende bedrijven die over het algemeen deel uitmaken van de oplossing voor de crisis. Over het geheel genomen heeft de promotor van **UPLL** zijn Indiase familiebedrijf in de landbouw veranderd tot een wereldleider op het gebied van generieke pesticiden en herbiciden, met een belangrijke aanwezigheid in Brazilië, de Verenigde Staten, Europa en Azië. Deze wereldwijde aanwezigheid heeft de afgelopen

maanden vruchten afgeworpen, aangezien **UPLL** erin slaagde om marktaandeel af te nemen van concurrenten die onder logistieke vertragingen lijden. De crisis tussen Oekraïne en Rusland heeft ook de mondiale voedselprijzen doen stijgen en zal nieuwe voedselleveranciers uit stabiele landen nodig hebben, waardoor de vooruitzichten voor **UPLL** nog verbeteren.

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 31 maart 2022

Uitgegeven door TreeTop Asset Management SA, Beheervenootschap 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.
