



Brief van de Beheerder 4^e kwartaal 2018



Jacques Berghmans

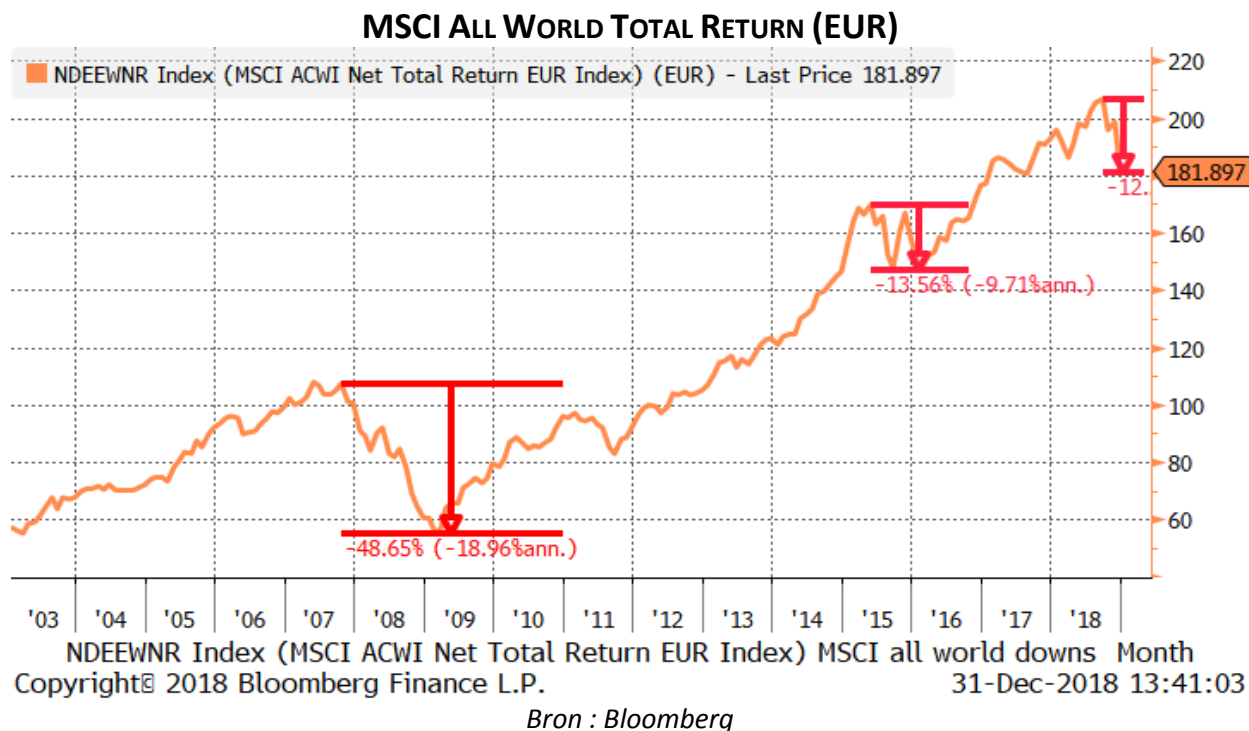
1. Economische en beursconjunctuur

2018 was wereldwijd een moeilijk jaar voor de aandelenmarkten, met vrijwel elke grote markt die dit jaar een dubbelcijferig verlies optekende. De problemen begonnen in de opkomende markten, waar de dreiging van een handelsoorlog en een vertraging van de Chinese economie negatieve druk veroorzaakten. In de afgelopen weken vertoonde ook de Amerikaanse markt barsten als gevolg van de toenemende vrees voor een economische recessie in de Verenigde Staten. Een basisprincipe van de beurs is dat aandelen niet alleen dalen als er een crisis is, maar ook wanneer een crisis wordt geanticipeerd, omdat aandelenbeleggers steeds de economische prestaties van de komende 24 maanden trachten te voorspellen. Er zijn inderdaad belangrijke onevenwichtigheden in de wereld, voornamelijk als gevolg van de overmatige schuldenlast van bedrijven en overheden in ontwikkelde landen en een te grote afhankelijkheid in China van investeringen in infrastructuur en vastgoed. Deze onevenwichtigheden kunnen ofwel evolueren in een snelle economische vertraging als ze niet goed worden beheerd, ofwel geleidelijk aan worden opgelost. Het belangrijkste om te onthouden is dat de wereldaandelenmarkten zich altijd hebben hersteld, snel indien de acute crisis wordt vermeden of langzamer als de economische problemen pas worden aangepakt wanneer ze zich voordoen.

Hoewel de wereldwijde aandelenmarkt één van de beste financiële activa is om te bezitten, en dat volgens ons ook zo zal blijven, is deze doorgaans volatieler dan andere activa. Zoals we in de onderstaande grafiek kunnen zien, is het niet ongebruikelijk dat de markt tijdens een jaar dubbelcijferige correcties ziet. Wij begrijpen volledig dat dergelijke dalingen echt verontrustend kunnen zijn, zelfs voor de ervaren belegger, maar we blijven sterk adviseren om niet snel te reageren. Zoals Warren Buffett graag zegt: 'bekijk de markt van niet te dichtbij'¹ en probeer de markt niet te timen gezien 'niemand kan vertellen wanneer er grote dalingen zullen zijn. Het licht kan op elk moment van groen naar rood gaan zonder te pauzeren op oranje'.² Als er iets is om te onthouden, is dat het verkopen na een aanzienlijke daling het verwachte rendement van uw portefeuille voor de komende jaren kan bederven.

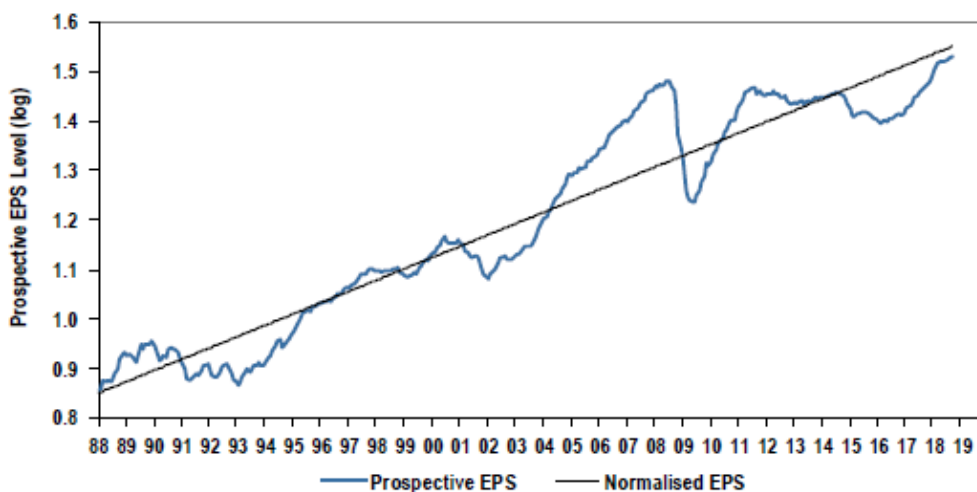
¹ <https://www.cnbc.com/2018/02/08/heres-what-warren-buffett-says-to-do-when-the-market-tanks.html>

² <https://www.cnbc.com/2018/12/17/warren-buffett-says-read-this-poem-when-the-market-is-tanking.html>



In deze volatiele tijden, is het steeds nuttig om onze kernopvattingen te herhalen die ons oorspronkelijk ertoe hebben aangezet om te beleggen op de wereldbeurs. We kopen geen aandelen omdat ze in het verleden goede rendementen hebben voortgebracht; bitcoin heeft ook tot 2018 geweldige resultaten behaald, maar nu denken veel waarnemers dat ze misschien waardeloos zijn. We kopen aandelen om **delen van bedrijven te bezitten**, waarvan we verwachten dat ze **een winstgroei** zullen realiseren en we **betalen een bepaalde veelvoud voor deze stroom van toekomstige winsten**. De eerste belangrijke statistiek die onze overtuiging op de wereldbeurs ondersteunt, is de evolutie van de winst per aandeel. Zoals we kunnen zien in de onderstaande grafiek, berekend door Merrill Lynch, is de wereldwijde winst per aandeel volatiel maar toch is zij de laatste decennia blijven groeien. Sommige sectoren en regio's (Azië en technologie) groeien sneller en anderen iets langzamer, maar de wereldeconomie groeit tussen de 3% en 4% per jaar vóór inflatie, wat stevast de winstgroei met zich meebrengt, die zelf 5,8% groeit per jaar over zeer lange perioden.

Chart 25: Global Prospective EPS and Trend EPS



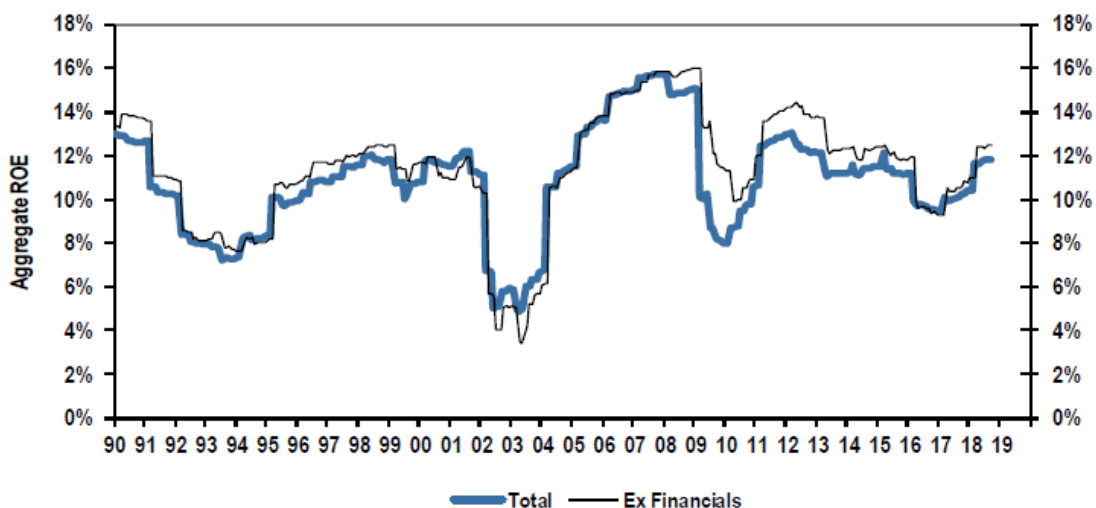
Source: BofA Merrill Lynch Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Brief van de Beheerder – 4^e kwartaal 2018

Jacques Berghmans

De andere grote drijfveer achter de groei van de winst per aandeel is het rendement dat bedrijven genereren op de winst die deze bedrijven herinvesteren (**ROE (=return on equity) of rendement op eigen vermogen**). Zoals we in de onderstaande grafiek kunnen zien, was de ROE wereldwijd stabiel en hoger dan de meeste andere activaklassen in de afgelopen drie decennia, variërend meestal tussen 8 en 16% met één daling tot 4% na de dotcom-bubble. Dit hoge rendement op de investering is de belangrijkste reden waarom de wereldwijde aandelenmarkt doorheen de tijd beter heeft gedaan dan de meeste andere activaklassen.

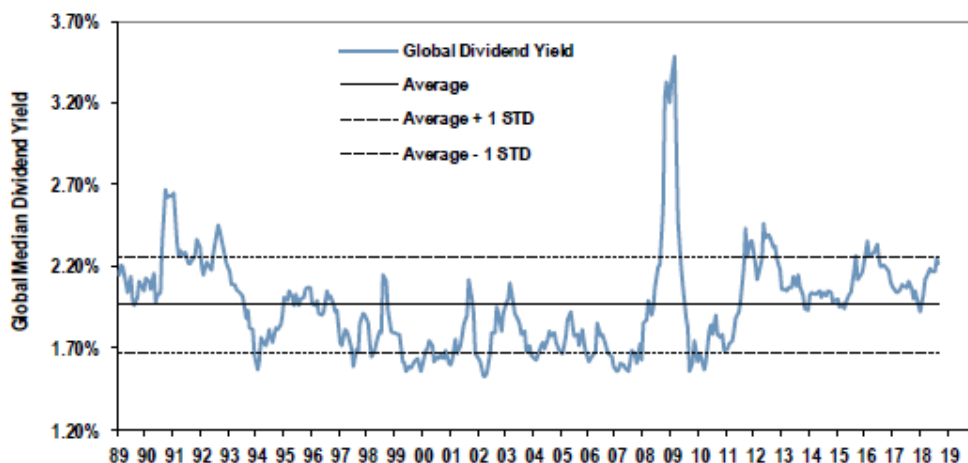
Chart 57: Global Aggregate ROE



Source: BofA Merrill Lynch Global Quantitative Strategy, MSCI, World Scope

De laatste bepalende factor voor het verwachte rendement is de prijs die we voor een actief betalen. Hoe meer mensen betalen voor aandelen, obligaties of een onroerend goed, hoe lager het verwachte rendement zal zijn. Dit is waar de wereldaandelenmarkt het meest verschilt van de meeste andere beleggingscategorieën. Op basis van de meeste statistieken (dividendrendement, koerswinst) handelt de wereldbeurs licht onder het langetermijngemiddelde, terwijl andere financiële activa volgens historische normen duur of erg duur zijn. In 1999 kon een belegger Europese staatsobligaties kopen die bijna 10% jaarlijks oprachten terwijl hij ongeveer 25x PE (koers/winstverhouding) betaalde voor de wereldbeurs. Vandaag de dag bedraagt het rendement op Europese overheidsobligaties ongeveer 1,5% terwijl de wereldbeurs verhandeld wordt tegen een koers/winstverhouding van 16 met een dividendrendement van 2,2%.

Chart 52: Global Median Dividend Yield



Source: BofA Merrill Lynch Global Quantitative Strategy, MSCI, Worldscope

Tot slot was 2018 bijzonder pijnlijk voor beleggers in kleinere bedrijven en opkomende markten, die onze actieve beleggingsstrategie disproportioneel hebben beïnvloed. De Shanghai-index daalt met 25% in 2018, de Hong Kong-index daalt met 14% in 2018, de Russell 2000 (small caps in de Verenigde Staten) daalt met 13% en veel economisch gevoelige sectoren zoals de automobieliindustrie zijn tussen de -20 en -30% gedaald. Wanneer het niveau van angst toeneemt, hebben beleggers de neiging om toevlucht te zoeken in stabielere sectoren en een grotere stabiele marktkapitalisatie. Hoewel deze grotere bedrijven en sectoren minder volatiel zijn, zijn ze zelden de bron van positieve veranderingen en sterke rendementen op de lange termijn.

2. Onze overtuigingen

Het 4^e kwartaal 2018 zouden veel beleggers graag vergeten waarbij de meeste aandelen zonder onderscheid werden verkocht ongeacht de winstgroei en de onderliggende waardering. Wanneer een aandeel om gerechtvaardigde of niet-verdedigbare redenen begint te dalen, neemt de beweging over het algemeen enige tijd om te stoppen en het herstel, zelfs als de fundamentals zeer goed zijn, verloopt over het algemeen veel langzamer. Door de abrupte bewegingen van aandelen is het belangrijk om heel voorzichtig te zijn en geen haast te maken met het kopen of verkopen van beleggingen. Daarom hebben we geen aanzienlijke wijzigingen in onze blootstelling aangebracht, we hebben alleen verkocht bij gewijzigde fundamentals of wanneer het waarderingsniveau niet meer te rechtvaardigen viel.

Onze belangrijkste posities blijven **FUFENG** en **INDIABULLS HOUSING FINANCE**, waarvan we denken dat het zeer solide bedrijven zijn maar ondergewaardeerd zijn ondanks uitstekende winstgroeivooruitzichten. We ontmoetten de oprichter en huidige eigenaar van **INDIABULLS HOUSING FINANCE** in oktober, die een duidelijke strategie voor de komende jaren schetste. De recente crisis in vastgoedfinanciering in India zal zeer waarschijnlijk de marges op korte termijn beïnvloeden, maar onze interacties met analisten en concurrenten bevestigden dat de commerciële vooruitzichten op de lange termijn intact zijn en dat de crisis de koersdaling van 40% sinds augustus niet rechtvaardigt. **FUFENG** zal hoogst waarschijnlijk uitstekende resultaten opleveren in de tweede helft van 2018, maar de aandelen worden nog steeds verhandeld op veelvoud die zijn toegewezen aan bedrijven in moeilijkheden.

Onze grootste veranderingen in blootstelling waren de vermindering van onze investeringen in Europa, voornamelijk **SAFRAN**, **AIRBUS** en **WIRECARD**, die dit jaar een positieve bijdrage leverden. De waarderingsskloof tussen deze aandelen en onze beleggingen in Azië werd moeilijker te rechtvaardigen naarmate het jaar vorderde en we hebben een deel van het kapitaal opnieuw toegewezen aan ideeën in Azië met de meest solide fundamentals. We hebben ook een deel van het kapitaal toegewezen aan de materiaalverhuurders **ASSTEAD** en **UNITED RENTALS**. Hun aandelen worden verhandeld tegen lage waarderingen ondanks hun winstgroei tijdens de laatste recessie en een aanzienlijke manoeuvreerruimte om hun respectieve industrieën te consolideren.

Niet alle beleggingsbeslissingen waren echter goed en we moeten de verliezen erkennen die veroorzaakt werden door inschattingfouten en niet alleen door een moeilijke beleggingsomgeving. We verkochten **SKECHERS** en **ZHOU HEI YA** die, hoewel ze goedkoop noteerden, niet aan onze verwachtingen voldeden. **VIPShop**, die dit jaar een zeer sterke start kende, stond de afgelopen zes maanden onder grote druk, omdat de overeenkomst met Tencent meer tijd kost om vruchten af te werpen dan verwacht. We hebben deze laatste positie niet gewijzigd, omdat de onderneming een omzetgroei met dubbele cijfers blijft optekenen, alsook een duidelijk plan heeft om de marges te verbeteren en dit terwijl het aandeel aan een zeer lage waardering noteert.

De recente verkoop creëerde een aantal interessante kansen, vooral in converteerbare obligaties waar effecten konden worden gevonden met een goede neerwaartse bescherming en een aanzienlijk opwaarts potentieel. We hebben twee posities ingenomen in farmaceutische bedrijven, **3SBIO** en **HORIZON PHARMACEUTICAL**, twee winstgevendende bedrijven die belangrijke 'cash-flow' genereren en die een aanzienlijk groeipotentieel hebben door een hoger gebruik van hun bestaande geneesmiddelen en een groot aantal nieuwe producten in de pijplijn.

Brief van de Beheerder – 4^e kwartaal 2018
Jacques Berghmans

Ondanks een moeilijk jaar 2018 blijven wij vol vertrouwen in onze strategie en in de toekomst van de wereldbeurs. De meeste bedrijven waarin wij beleggen, hebben in 2018 een positieve winstgroei gerealiseerd en de meeste slechte prestaties werden veroorzaakt door het slinken van de waarderingsmultiples. We blijven ervan overtuigd dat de strategie van het kopen van bedrijven tegen een redelijke waardering met een aanzienlijk winstgroei-potentieel op de lange termijn een winnende strategie is.

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 december 2018.

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.
