

Hoe hebben de bedrijven van Selectum dit jaar gepresteerd?

Selectum belegt niet in de beurs of een index. Selectum belegt in beursgenoteerde bedrijven en doet dat op basis van het vertrouwen dat bedrijven die goede resultaten behalen op middellange termijn, correct door de beurs gewaardeerd zullen worden.

Nu het jaar achter ons ligt, hebben we geëvalueerd of de winsten (gemeten als EBITDA) van onze bedrijven in 2024 aan de verwachtingen hebben beantwoord. We hebben ook de verwachtingen voor 2025 verzameld.

Deze cijfers hebben we weergegeven in de onderstaande tabel op basis van de meest recente taxaties van internationale analisten waarbij we de mediaan (het middelste cijfer) van de winstgroei van de bedrijven in onze fondsen hebben genomen.

	Winstgroei bedrijven (mediaan)	
	2024	2025
COMBI Fund	7,1%	9,1%
Smaller Cap Fund	6,6%	11,7%
Benelux Fund	-0,1%	9,4%
Germany Fund	5,4%	8,2%

Uitgezonderd voor de bedrijven in het Benelux Fund was 2024 een jaar met winstgroei. Er waren winststijgingen en -dalingen, maar de stijgingen waren duidelijk in de meerderheid.

Hoe hebben de beurswaarderingen van onze bedrijven zich ontwikkeld?

We hebben in de volgende tabel de twee meest gangbare waarderingsratio's weergegeven, EV/EBITDA en P/E, opnieuw voor het gemiddelde bedrijf in elk van onze fondsen.

	EV/EBITDA (mediaan)		P/E (mediaan)	
	ultimo 2023	ultimo 2024	ultimo 2023	ultimo 2024
COMBI Fund	8,5	8,2	18,1	14,5
Smaller Cap Fund	8,0	7,0	16,4	13,7
Benelux Fund	7,6	6,9	14,0	12,4
Germany Fund	8,9	8,4	18,2	15,2

In 2024 deed zich het opmerkelijke verschijnsel voor dat bij stijgende winsten en goede vooruitzichten beide waarderingsratio's van de bedrijven over de hele linie gedaald zijn.

Hoe vertaalt zich dit in de koersontwikkeling van onze fondsen en bedrijven?

Het beleggingsuniversum van Selectum bestaat uitsluitend uit Europese aandelen. Onze weging is niet gebaseerd op marktkapitalisatie en is eerder gelijk gewogen. Selectum belegt ook in grotere aandelen, maar hun gewicht is veel lager dan hun gewicht in de index.

Onze langere termijn beleggingsstrategie is Buy & Hold. De samenstelling van de beleggingsportefeuilles van onze fondsen is ook in 2024 nauwelijks gewijzigd. Onze performance is zodoende sterk gecorreleerd met die van de kleinere Europese aandelenindices, zoals uit de volgende tabel blijkt. Het patroon is meestal vergelijkbaar, een flinke stijging in 2023 en een kleine daling in 2024. Anders dan bij de grotere Europese aandelen, liet een grote meerderheid (63%) van de 282 aandelen uit de kleinere indices in 2024 een daling zien!

Het Benelux Fund was ons minst presterende fonds. In 2023 was het nog het best presterende fonds, maar de top-performers van 2023 verloren hun winst deels in 2024. De AMX-index en de Duitse MDAX presteerden ook erg slecht in 2024. De slechte performance van de mid-cap indices is een gevolg van een verminderde belangstelling van beleggers voor deze groep aandelen. Men heeft meer aandacht voor die aandelen die in een “grote” index zijn opgenomen. Dit verschijnsel zien we al jaren, maar het heeft zich de afgelopen tijd steeds sterker gemanifesteerd. Dit moeten we ook in breder verband zien; de tendens is om lokale Europese aandelen te ruilen naar “wereld” (lees: US) aandelen.

	Performance 2023	Performance 2024	Performance 2023-2024
SDAX	17,1%	-1,8%	15,0%
COMBI Fund	18,4%	-5,5%	11,9%
BENELUX Fund	24,3%	-11,8%	9,7%
Smaller Cap Fund	11,6%	-6,3%	4,5%
GERMANY Fund	11,0%	-6,6%	3,7%
MDAX	8,0%	-5,7%	1,9%
CAC Mid & Small	-1,4%	-5,9%	-7,2%
AMX	-0,4%	-9,8%	-10,2%

Wat verklaart het grote verschil tussen grote/kleine en Europese/US aandelen?

Er is een groot contrast tussen de performance van kleine Europese en grote Amerikaanse aandelen. Dit wordt weergegeven in de volgende tabel.

	Performance 2023	Performance 2024	Performance 2023-2024
AMX	-0,4%	-9,8%	-10,2%
MDAX	8,0%	-5,7%	1,9%
SDAX	17,1%	-1,8%	15,0%
CAC Mid & Small	-1,4%	-5,9%	-7,2%
Europe Small	5,8%	-5,8%	-0,1%

	Performance 2023	Performance 2024	Performance 2023-2024
Russell 2000	15,1%	10,0%	26,6%
US Small	15,1%	10,0%	26,6%

AEX	14,2%	11,7%	27,5%
DAX	20,3%	18,8%	43,0%
CAC40	16,5%	-2,2%	14,0%
Euro Stoxx50	19,2%	8,3%	29,1%
Europe Big	17,6%	9,2%	28,4%

S&P 500	24,2%	23,3%	53,2%
Nasdaq 100	53,8%	24,9%	92,1%
Russell 1000	24,5%	22,8%	53,0%
MAG 7	72,5%	48,0%	155,4%
US Big	43,8%	29,8%	88,4%

We zien dat de US-markten in twee jaar tijd meer dan 50% gestegen zijn en in het geval van de Nasdaq met bijna het dubbele. Ook de jaren daarvoor was er al sprake van een relatieve outperformance. De US-economie groeide in die periode maar met enkele procenten. Ook is het duidelijk dat zowel in de US als in Europa, grotere aandelen veel sterker gestegen zijn dan kleinere (voor de US de Russell 2000-index). Beide bewegingen kunnen verklaard worden door een tweetal geldstromen, enerzijds vanuit Europa (en andere markten) naar de US en anderzijds door een beweging van kleine naar grote aandelen. Dergelijke rotaties zijn er in de loop van de jaren steeds geweest, ook in omgekeerde richting, maar de sterke beweging in 2023 en 2024 stelt deze volkomen in de schaduw. Deze week werd bekend dat er in 2024 een uitstroom was van \$450 miljard uit beleggingsfondsen op basis van stock picking (zoals de huisfondsen van Selectum) richting passief beheerde fondsen die indexen volgen, zonder studie van individuele bedrijven. Dit soort fondsen appelleren blijkbaar sterk aan een bepaalde groep van beleggers, de zogenaamde “hangmatbeleggers” die denken via een passieve belegging in een index slapend rijk te worden.

Wat zijn de gevolgen van de sterke toestroom van geld naar index trackers?

Veel trackers (ook wel ETF's genoemd) volgen bekende indices als de MSCI World Index. De beleggers in deze indices gaan er automatisch van uit dat ze door de aankoop van een dergelijke tracker de ontwikkelingen van de wereldwijde aandelenmarkten volgen.

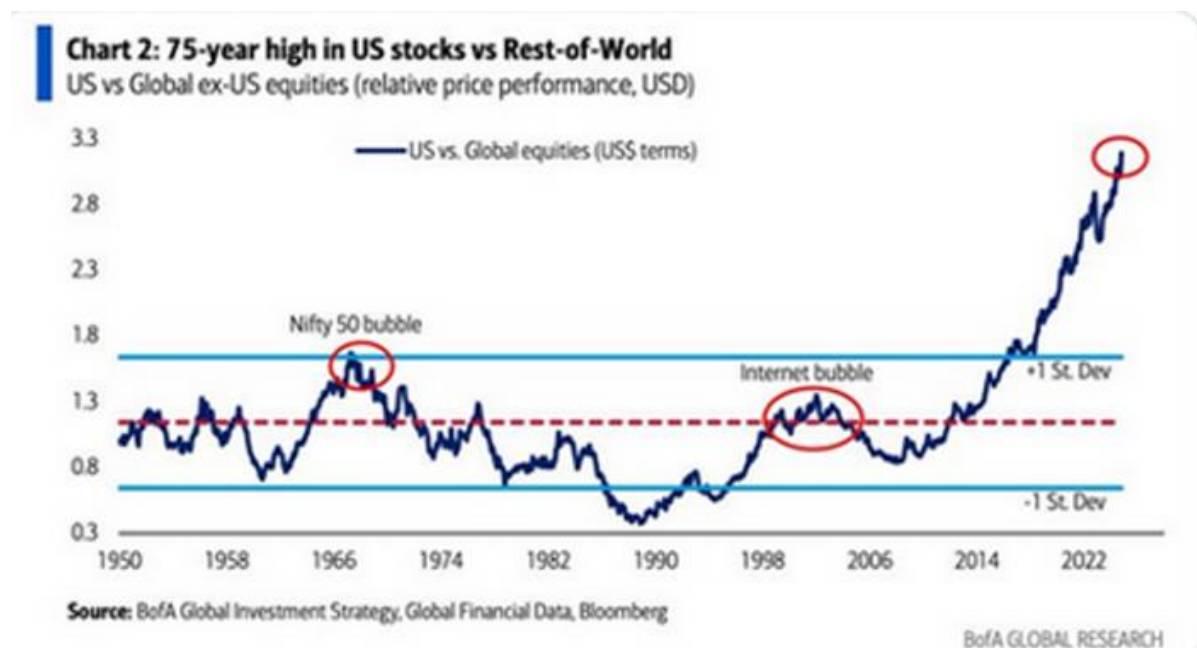
Dat is volstrekt onjuist. Deze trackers zijn in sterke mate geconcentreerd. Van de MSCI "World" index bestaat 74% uit US-beleggingen, terwijl de US slechts 25% van de wereldeconomie uitmaakt. Duitsland, de grootste Europese markt, is kleiner dan 2,5%.

Ook binnen de US is de spreiding beperkt. De grootste 7, de zogenaamde MAG 7 (Nvidia, Meta, Tesla, Amazon, Apple, Alphabet, Microsoft) is goed voor bijna 23% van de MSCI World Index. Een goede spreiding is daarmee een illusie. Veel indexbeleggers beleggen zwaar in enkele Amerikaanse aandelen. Uiteraard stijgen de koersen van hen dan extreem.

Is dit nog een normale situatie? Hoe houdbaar is deze?

Door de toestroom van geld naar de US, is de waardering van deze markten sinds een jaar of 5 figuurlijk ontploft, zoals blijkt uit de volgende grafiek van Bank of America.

Deze grafiek laat de relatieve performance van de Amerikaanse markt zien over de laatste 75 (!) jaar. Er waren in het verleden meer perioden van grote outperformance (die in de volgende jaren weer omsloegen in underperformance), maar wat we de laatste jaren zien is uniek. De grafiek bevat ook een statistische maat (de standaarddeviatie). Hieruit kunnen we afleiden dat een dergelijke outperformance slechts in minder dan 1% van de jaren verwacht mag worden. We maken dit nu mee. De situatie lijkt daarmee duidelijk uit de hand gelopen. Een belangrijke correctie kan, normaal gesproken, niet lang op zich laten wachten.



Wat mogen we voor het jaar 2025 verwachten?

Door de enorm gestegen waarderingen van de US-aandelen zijn de verwachte opbrengsten van deze aandelen verder teruggelopen. In de volgende grafiek hebben we berekend welke achterliggende winst een belegger mag verwachten bij een belegging in een aantal belangrijke indices, wanneer hij 100 zou beleggen in een index aan het begin van een jaar.

Een voorbeeld: een belegging in grotere Europese aandelen zal in 2025 gemiddeld een winst genereren van €7,17. In Amerikaanse aandelen zal een belegger nauwelijks de helft krijgen.

We hebben ook de verwachte dividenden vermeld. Ook op dit vlak blijken de Europese aandelen superieur aan de Amerikaanse.

	Jaarwinst		Dividend		Jaarwinst		Dividend
	2024	2025	2025		2024	2025	2025
AEX	8,17	6,60	2,86	S&P 500	5,00	4,62	1,40
DAX	7,95	7,59	3,08	Nasdaq 100	3,87	3,78	0,80
CAC40	7,71	7,33	3,55	Russell 1000	5,00	4,68	1,39
Eurostoxx50	7,94	7,12	3,48	MAG 7	3,75	3,05	0,31
Europe	7,94	7,16	3,24	US	4,41	4,03	0,98

In onderstaande figuur hebben we de vergelijkbare berekening gemaakt voor onze fondsen. Voor alle duidelijkheid, de berekende getallen zijn ontleend aan de meest recente taxaties van Bloomberg waaraan wereldwijd analisten hebben meegewerkt.

	Jaarwinst		Dividend
	2024	2025	2025
COMBI Fund	6,23	6,88	3,02
Smaller Cap Fund	6,44	7,38	2,55
BENELUX Fund	7,04	7,97	3,76
GERMANY Fund	5,66	6,41	2,59
Gemiddeld	6,34	7,16	2,98

Wat zijn onze conclusies?

Wij trekken de volgende conclusies:

- Kleinere aandelen hebben in 2024 de koersstijging van de grotere niet kunnen bijhouden en zijn vaak zelfs in koers gedaald.
- Europese aandelen zijn in 2024 nog veel goedkoper geworden dan Amerikaanse. Een investering in Europese index-aandelen levert bijna de dubbele bedrijfswinst en geeft een (veel) hoger dividend dan een investering in een Amerikaanse index.
- Amerikaanse aandelen hebben een historisch gezien ongehoorde waardering. Na de recente koersstijgingen zal hun winst per \$100 investering in 2025 gevoelig dalen.
- Beleggen in wereldwijde trackers impliceert een geconcentreerde belegging in een beperkt aantal grote Amerikaanse aandelen en vrijwel geen exposure in Europa.
- Tegen deze achtergrond beschouwen wij een belegging in een wereldindex eerder als risico verhogend dan als verlagend.

Wat betreft de Selectum fondsen constateren wij dat

- De bedrijven uit onze fondsen in goede conditie verkeren, met stijgende winsten.
- De achterliggende winsten per fonds na een stijging in 2024 ook dit jaar naar verwachting verder zullen stijgen.
- Per investering van €100 in 2025 wordt door de achterliggende bedrijven gemiddeld €7,16 winst gegenereerd en €2,98 aan dividend.

Wij zien daarom geen reden om de beleggingsstrategie van Selectum te veranderen. Dankzij de “hangmatbeleggers” zijn er kansen ontstaan en valt er echte waarde te creëren met een zorgvuldige selectie van de beste aandelen, dus met stock picking.