

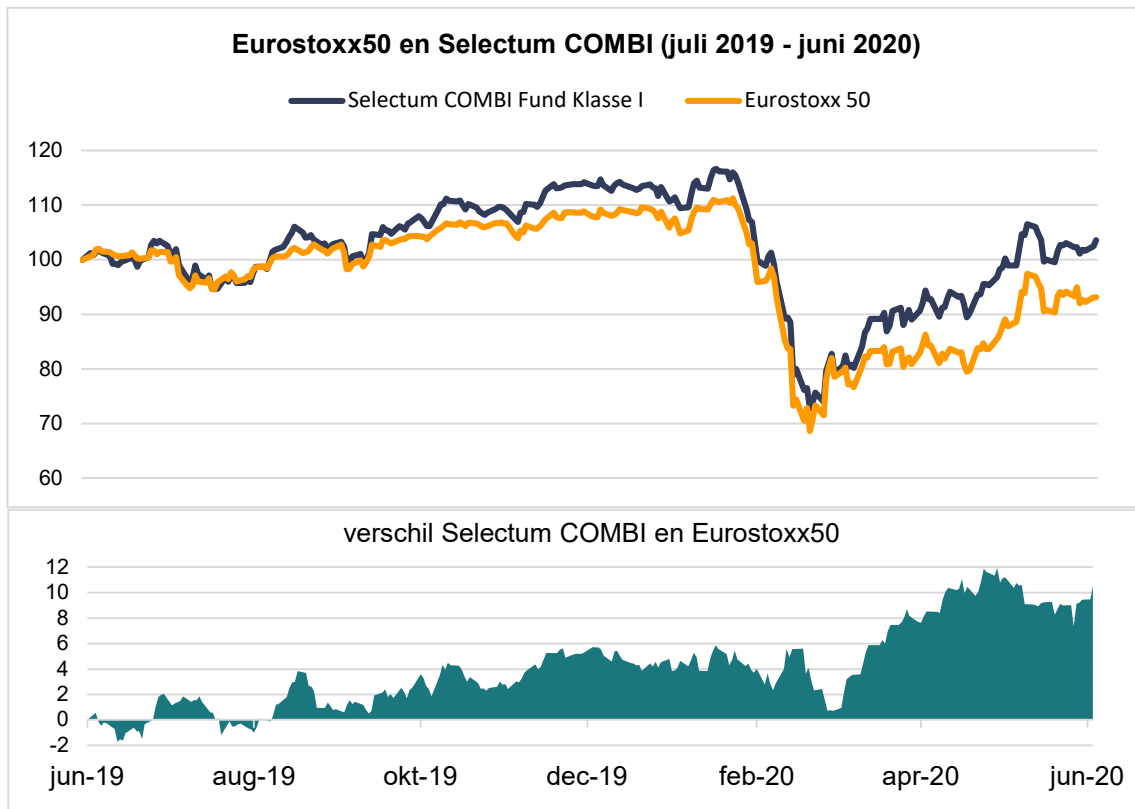
De economie stort in, de beurs herrijst!

Deze combinatie lijkt vreemd. Maar het is wel degelijk de werkelijkheid. Het jaar 2020 begon uitstekend. Dat het Chinese nieuwjaar wat verlengd werd, leek op niet meer dan een “intern Chinees probleempje” te berusten. De beurs werd er niet warm of koud van en liep verder op. Pas op 20 februari toen de ernst van de uitbraak in Italië duidelijk werd, begon de daling. Deze versnelde en kwam op 18 maart in Europa ten einde. In precies 4 weken verloor de Europese index 36%. Inmiddels was in heel Europa een lockdown afgekondigd en kwam de economie tot stilstand. Veel bedrijven sloten of zetten hun activiteiten op een laag pitje voort. Later bleek bij de publicatie van de cijfers over het eerste kwartaal dat de meeste bedrijven nog een goed eerste kwartaal hadden. In april werd alles anders. Sommige bedrijven verloren bijna al hun omzet. Pas in de loop van mei trad een heel voorzichtig herstel op dat in juni voortgezet werd.

Terwijl de bedrijven gesloten werden in maart, begon de beurs alweer op te lopen. Op het moment van schrijven van dit verhaal zitten we met beursindices als de AEX, de DAX en de Amerikaanse S&P500 dicht onder de niveaus van begin 2020 en zo rond de niveaus van een jaar geleden. Afgaande op de beurzen is er dus niet veel veranderd.

Dit wordt geïllustreerd in de onderstaande grafiek waar we de ontwikkelingen over de laatste 12 maanden hebben weergegeven. Aan de rechterzijde is duidelijk de V-vorm van de daling te herkennen.

Stiekem verwijzen we ook al naar het onderste deel van de grafiek waarin we laten zien dat Selectum het systematisch beter gedaan heeft. Daar komen we later op terug.

**SELECTUM VERMOGENSBEHEER NV**

Is de beurs niet veel te optimistisch?

Dit is meteen de moeilijkste vraag. Er is een groep beleggers die redeneert dat we eenmalig een moeilijk jaar hebben, maar dat er een vaccin komt dat ons in staat stelt om met enige vertraging ons oude leven weer op te pakken. Op langere termijn scheelt dat ene jaartje niet zoveel en de koersen kunnen daarom weer gewoon terug naar het niveau van voor Corona.

Een andere groep beleggers ziet het somber in. De economie komt in een recessie en we raken jaren achter op schema. Men zegt: de beurs is volledig losgekoppeld van de economische realiteit, men jaagt een illusie na.

Hoe kunnen we verklaren dat de beurs zo snel weer oploopt?

De simpelste verklaring is dat de eerste groep beleggers blijkbaar groter is dan de tweede groep. Een andere verklaring die volgens ons meer hout snijdt is dat er, mede door de enorme Corona-gerelateerde geldinjecties van de regeringen, zoveel geld in omloop is gekomen dat er een sterke asset inflatie optreedt. Goede bedrijven zijn schaars en hun aandelen ook. Iedereen jaagt op die aandelen en hun koersen lopen vanzelf op. En dat tot niveaus die niet langer gekoppeld zijn aan reële winsten en/of groeivoorzichten. We vertelden het verhaal eerder. Hogere koersen, grotere weging in de index en opnieuw hogere koersen. Voorbeelden te over met namen als Apple, Amazon, Alphabet (Google) en Microsoft in de VS en in Europa ASML en SAP. Het gaat dus feitelijk over een beperkt aantal bedrijven.

Een bijkomende verklaring kan zijn dat beleggers kopen uit angst de rally te missen: het FOMO (Fear Of Missing Out)-effect.

Is er sprake van een bubbel, zoals rond de eeuwwisseling?

Niet alleen de beste en winstgevendste bedrijven met sterke marktposities lopen hard op, ook de illusie-aandelen doen dat. Tot voor kort ging dat vooral over biotech, maar nu gaat het over potentiële vaccinproducenten en aandelen als Tesla, of nog extremer Nikola. De producten van Tesla zijn niets bijzonders en zullen op de wat langere termijn technisch mogelijk zelfs inferieur blijken te zijn aan die van de traditionele producenten. De waterstof vrachtauto van Nikola bestaat nauwelijks en die van de bestaande producenten zijn in aantocht en ongetwijfeld veel beter. Niettemin bereiken Tesla en Nikola gigantische beurswaarden en daarmee zijn dit naar onze mening historische voorbeelden van illusies.

Houdt de beurs geen rekening met een tweede Corona-golf? Wat gaat er dan gebeuren?

Er wordt veel gesproken over een tweede golf. De werkelijkheid lijkt veel complexer. In sommige landen is er sprake van een eerste golf die niet uitdooft, maar voortwoekert. Opmerkelijk genoeg is dat vaak het geval in landen waar de leiding een macho-imago nastreeft.

In landen met een wat professioneler bestuur en wat meer discipline van de bevolking zal een tweede golf waarschijnlijk niet de kracht hebben van de eerste, met name omdat men veel beter voorbereid is.

Tegen deze achtergrond ligt het niet voor de hand dat we op de beurs nogmaals een V-patroon zullen zien zoals we dat in het afgelopen halfjaar zagen.

Moeten we na Corona anders aankijken tegen sommige bedrijven?

Zeker! Er zijn goede bedrijven die zwaar getroffen zijn door Corona. Een voorbeeld uit ons universum is TUI. Een goed bedrijf in een sector die structureel een groeisector was en dan

ook nog een bedrijf dat vergevorderd was in een transitie naar een asset-light technologisch gedreven businessmodel. En dan opeens een bijna 100% stop van de activiteiten door een externe ontwikkeling.

Aan de andere kant zijn er bedrijven die opeens vol de wind in de zeilen krijgen. Dit zagen we vaak bij bedrijven die vooroplopen op het vlak van een nieuwe technologie die opeens versneld door de markt geaccepteerd wordt. Een voorbeeld van zo'n bedrijf is Takeaway dat in de lockdown opeens een grote groep van nieuwe klanten verwelkomde en dat zonder noemenswaardige reclame.

Geef eens wat voorbeelden van bedrijven die wel varen bij Corona?

Binnen onze portefeuille waren er diverse bedrijven die – soms zelfs onverwacht – profiteerden van Corona. Uiteraard geldt dat voor bedrijven in de medische sector als Sartorius (hulpmiddelen voor de productie van medicijnen), Stratec (productie van biomedische testmachines) en Eurofins (testlaboratoria). Maar ook een bedrijf als Hornbach in de meer klassieke sector van Do-It-Yourself profiteerde sterk van het feit dat mensen thuis zaten en niets om handen hadden.

Hoe hebben de operationele prestaties van de bedrijven zich inmiddels ontwikkeld?

Zoals gebruikelijk hebben we de afgelopen maanden weer veel bedrijfscontacten gehad. Naarmate het jaar vorderde werd de informatie beter. Wat ons opviel is dat bedrijven vaak weerbaarder zijn dan beleggers verwachten. Omzetten vielen vaak wel terug, maar het leidde niet altijd tot dramatische verliezen. Men bezuinigde en saneerde, maar vond soms ook nieuwe markten.

We moeten overigens niet vergeten dat de beursgenoteerde bedrijven veelal de grootste, sterkste en best geleide bedrijven zijn. Kleinere bedrijven zijn vaak kwetsbaarder en hebben het veel zwaarder in een moeilijker economie. Een goede gang van zaken bij beursgenoteerde bedrijven kan best samengaan met een daling in de algemene economische activiteit.

Hoe kan het dat de Amerikaanse beursindices het zo goed blijven doen, nu Corona daar zo heftig om zich heen grijpt?

Het verschijnsel van asset inflatie treedt het sterkste op in de VS. Wereldwijd stroomt er veel meer geld naar de Amerikaanse bedrijven dan naar niet-Amerikaanse bedrijven. Recent werd door de Financial Times een ranglijst opgesteld van de 100 bedrijven met de hoogste stijging van beurswaarde in het eerste half jaar. Daarop prijken slechts drie Europese bedrijven: ASML, SAP en Just Eat Takeaway. De rest was vrijwel uitsluitend Amerikaans. We hebben de indruk dat beleggers zonder veel kritische zin hun geld in deze bedrijven steken. Laten we niet vergeten dat van de 100 bedrijven die opgenomen zijn in de Nasdaq de Top10 bijna 60% voor hun rekening neemt. Dit zijn allemaal bedrijven die wereldwijd actief zijn.

Hebben oplichters het ook niet gemakkelijker met al dat geld in omloop?

Nu men makkelijker geld steekt in aandelen zonder diepgaande beschouwingen en berekeningen, is het voor oplichters makkelijker om hiervan te profiteren. Recent bleek dit nog bij het Duitse Wirecard dat flink gesjoemeld bleek te hebben.

Al in 2007 en later nog eens in 2010 bezochten we CEO Markus Braun van dit bedrijf op zijn hoofdkantoor in München. Wij verbaasden ons over het businessmodel en besloten niet in het bedrijf te investeren. Wij zagen dat het bedrijf zijn geld verdiende (toen

waarschijnlijk nog wel!) met het verwerken van betalingen aan porno- en gokwebsites. Wij wilden daar niets mee te maken hebben, primair op ethische gronden, maar ook omdat wij niet in de houdbaarheid van een dergelijke business geloven.

Een paar jaar geleden gingen er geruchten dat er iets niet klopte, maar de beurs wilde zijn lieveling niet ontmaskerd zien en bleef zijn illusie koesteren. Het aandeel bleef oplopen en haalde de DAX-index, totdat onlangs dan eindelijk de bubbel barstte.

Welke strategie voert Selectum in deze omgeving?

De klassieke modellen werken niet meer. Corona maakt alle macro-economische modellen belachelijk en de negatieve rente maakt de waarderingen onbetrouwbaar.

Veel anders dan ons gezonde verstand gebruiken kunnen we niet. We blijven ons op kwaliteit richten, behouden onze kritische zin. We laten ons niet meeslepen door de kudde, maar drijven wel mee op de golf.

In hoeverre is de beleggingsstrategie van Selectum succesvol geweest?

We zijn erg gelukkig met de prestaties van onze vijf Selectum-fondsen. Het nieuwe Quality First Fund was dit jaar koploper, maar ook de andere fondsen deden het goed. De kleinste aandelen hadden het veruit het moeilijkste. Zoals altijd worden ze het hardste getroffen bij een daling van de beurs en herstellen ze pas met vertraging.

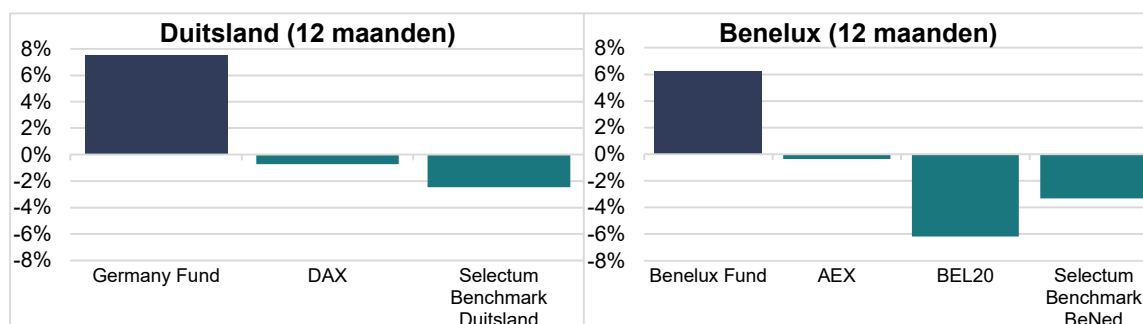
Op basis van 12 maanden presteerde het Germany Fund het beste, maar bedacht moet worden dat het Quality First Fund pas begin oktober vorig jaar van start ging.

Fonds (I-klasse)	2020H1	12mnd
Combi Fund	-8,7%	3,6%
Germany Fund	-3,2%	7,6%
Benelux Fund	-8,3%	6,2%
European Smaller Cap Fund	-10,6%	-4,1%
Quality First	-2,1%	6,1%*

* sinds start op 3 oktober 2019

Selectum berekent ook eigen benchmarks voor haar kern-beleggingsuniversum dat bestaat uit de Benelux-landen en Duitsland waarin het Benelux Fund en het Germany Fund beleggen.

Over de afgelopen 12 maanden hebben onze beide fondsen het veel beter gedaan dan hun relevante index en hun benchmark (die beide geen kosten kennen). Over de laatste 12 maanden laten alle Selectum-fondsen op Smaller cap na een duidelijk plus zien. Alle indices en benchmarks waren in de min. Het verschil loopt op tot 10%,



Zo vieren we een van de betere jaren uit de bijna 20-jarige historie van Selectum!