

### 1. Hoe kijkt de beurs inmiddels aan tegen covid-19?

Voor de beurs is covid-19 alweer een verschijnsel uit het verleden. Op zich is dit niet verwonderlijk, de beurs kijkt immers altijd vooruit. De beurs baseert zich op de big picture, ziet dat de vaccins werken en dat het uiteindelijk slechts een kwestie van tijd is tot de zaak onder controle is. Er zullen regionaal opflakkingen blijven voorkomen, de besmettingscijfers zullen niet in een rechte lijn naar 0 gaan, maar de echte risico's lijken geweken. We kunnen leven met dit soort ziektes. Sterker nog, covid biedt juist tal van nieuwe kansen voor dynamische ondernemingen en voor attente beleggers.

### 2. Wat is de impact van covid op de Europese beurzen geweest?

De eerste maanden van 2020 verliepen nog zonder belangrijke effecten van covid. Pas in maart raakte men overtuigd van de ernst van de situatie en volgde een significante koersval. Vanaf de 2<sup>e</sup> helft van maart volgde een dito herstel van de koersen. Vanaf het tweede kwartaal van dit jaar lijkt de situatie gestabiliseerd.

Wanneer we de periode van 1 januari 2020 tot en met 30 juni 2021 zien als de "covid-crisis" kunnen we nu de balans opmaken. De mutatie in de indices was als volgt:

Indices	covid-crisis
<b>Eurostoxx 50</b>	8,5%
<b>DAX</b>	17,2%
<b>AEX</b>	20,7%
<b>BEL20</b>	4,3%

Uit deze tabel blijkt dat de covid-beurscrisis uiteindelijk niet meer is dan een episode in een periode van opeenvolgende beurzen. Alle indices lieten in deze 18-maands periode een duidelijke plus zien en de grootste Europese index groeide met 8,5%. De Nederlandse en Duitse beurzen deden het nog wat beter, de Belgische wat slechter.

### 3. Hoe presteerde een stock-picker als Selectum in de covid-crisis?

Al in onze nieuwsbrief van januari stond te lezen dat het uitstekend ging met de fondsen van Selectum. Deze goede performance heeft zich in de eerste helft van 2021 voortgezet, zoals uit de onderstaande tabel blijkt.

Fonds (I-klasse)	covid-crisis	Selectum Benchmarks	covid-crisis
<b>European Smaller Cap Fund</b>	54,8%	<b>Nederland</b>	25,0%
<b>Benelux Fund</b>	43,1%	<b>Duitsland</b>	20,7%
<b>Combi Fund</b>	32,5%	<b>Be/Ne/Du</b>	19,6%
<b>Germany Fund</b>	30,0%	<b>Be/Ne</b>	17,9%
<b>Quality First Fund</b>	26,8%	<b>Belgie</b>	7,7%

Vergelijken wij de performance van onze fondsen met de indices, dan is er sprake van een andere dimensie. Wij zijn daar zelf ook wel wat verrast over en voelen ons bevestigd in onze beleggingsfilosofie. In een toch wel korte (18-maands) periode blijkt ons vlaggenschip fonds, het Combi Fund, de Europese index met bijna 25% overtroffen te hebben. Sommige fondsen deden het nog veel beter en met name het Smaller Cap Fund - het beste voorbeeld van een klassieke aandelselectie – triomfeerde.

De pretentie van veel grote internationale fondsbeheerders dat het beleggen in indices superieur is vanwege de lagere (beheer)kosten lijkt ons hiermee geridiculiseerd. Daarbij dient nog opgemerkt te worden dat het aantal transacties heel beperkt bleef; de transactiekosten voor alle fondsen samen bedroegen in 2020 slechts ruim 10.000 euro. De forse outperformance valt zodoende vrijwel geheel te verklaren door een geschikte pre-covid fondskeuze en een evenwichtige samenstelling van de portefeuille en niet door een actieve en gelukkige handelswijze gedurende de covid-crisis. Zoals uit de grafiek in appendix 1 blijkt, is de outperformance geleidelijk aan opgebouwd. Ter illustratie voegen wij in appendix 2 ook nog enkele grafieken toe om de performance van de verschillende fondsen te vergelijken met hun benchmarks.

#### 4. Hoe is de lange termijn ontwikkeling?

Deze ziet er ook zeer positief uit, zoals uit onderstaande tabel blijkt.

Fonds (I-klasse)	covid-crisis	3 jaar	5 jaar
European Smaller Cap	54,8%	41,5%	116,2%
Benelux Fund	43,1%	63,0%	112,9%
Combi Fund	32,5%	36,6%	67,0%
Germany Fund	30,0%	31,1%	79,1%
Quality First Fund	26,8%	-	-

De koersen van de helft van de Selectum- fondsen is gedurende de laatste 5 jaar meer dan verdubbeld. De Eurostoxx50 index steeg in die periode met 41,9%.

Het Quality First Fund bestaat nog maar een paar jaar en is defensiever van aard.

#### 5. Hoe ziet het macro-economische plaatje er nu uit?

Terugkijkend naar 2020 zien we dat hele continenten in enkele weken tijd bijna tot stilstand kwamen. Overheden wisten niet beter dan kantoren en fabrieken te sluiten en de bevolking tot huisarrest te veroordelen. De economie kwam krakend tot rust. Geleidelijk aan werd de zaak weer opgestart, maar pas tegen het eind van 2020 begon de economie in de meeste landen en sectoren weer te draaien. Het gevolg was wel dat het herstel in een hoog tempo plaatsvond. Investerings die waren blijven liggen, werden alsnog gedaan en voorraden waaruit tijdens de lockdown geput was, moesten weer aangevuld worden. Sterker nog, men wilde extra buffers aanleggen, omdat nieuwe lockdowns niet uitgesloten konden worden. Begin 2021 struikelden de bedrijven over elkaar in hun bestelwoede van voorraden en nieuwe machines. Geld was hierbij geen probleem, de overheid hielp, de banken zaten goed bij kas en de rente was laag.

De consumenten lieten zich ook niet onbetuigd. Tijdens de lockdowns was hun inkomen in de meeste gevallen in stand gebleven en was men gedwongen te sparen; het geld brandde de mensen in de zakken. Men kon niet op vakantie, maar had wel tijd en geld om het huis op te knappen. In anticipatie op de vraag schroefden bedrijven de productie op en kochten massief grondstoffen en halffabricaten. Dit dreef op zijn beurt de prijzen op en creëerde op veel fronten schaarste.

Dit alles heeft geleid tot een ouderwetse economische hausse. De historie heeft geleerd dat zo'n opgang meestal gevolgd wordt door een relatief sterke teruggang. We komen weer terecht in de klassieke varkenscyclus met bewegingen heen en weer die langzaam uitdoven. Men noemt dit ook wel een whiplash of slingerbeweging. Een tijdelijke correctie is normaal en geen reden tot zorg.

## **6. Wat zal het effect hiervan op de beurzen kunnen zijn?**

De beurzen zullen traditioneel eerder dan de economie het einde van de opwaartse beweging bereiken en dan corrigeren. Daarna zullen ze ook weer eerder de opwaartse lijn hervatten.

Hoe ver zijn wij af van de correctie? Selectum denkt dat we nog wel even te gaan hebben. De huidige opwaartse beweging is veel krachtiger dan voorgaande en zal daarom ook langer kunnen aanhouden. Een belangrijke rol kan hierbij ook gespeeld worden door grote overheidsinvesteringen onder impuls van de Europese Unie in de vergroening van de economie. Het gaat hierbij om grote en langjarige projecten die nu voorbereid worden, maar pas over een aantal jaren echt van start zullen gaan.

## **7. Zal een actieve fondsselectie het beter blijven doen dan indices?**

Selectum is daarvan overtuigd. Beurzen gaan op en neer, maar dat hoeft niet in gelijke mate te gelden voor individuele bedrijven. Covid heeft een hele nieuwe dynamiek gebracht en zal een nieuwe generatie van winnaars creëren. De belegger die deze winnaars in zijn portefeuille heeft, behoeft niet te vrezen voor een kortstondige, tussentijdse correctie. Die biedt hem vooral kansen om eerdere missers te corrigeren. In principe zal een attente beheerder beter kunnen presteren dan een index.

## **8. Welke aandelen zijn de typische winnaars van covid?**

De grote winnaars zijn uiteraard de bedrijven die hebben geholpen om de pandemie te beteugelen. Denk aan bedrijven die de covid-testmachines produceren, de tests ontwikkelen en uitvoeren, de bedrijven die zich richten op hygiëne en daarnaast de bedrijven die op een of andere wijze betrokken zijn bij de productie en distributie van de vaccins. Voorbeelden uit de portefeuilles van Selectum zijn Stratec (testmachines), Eurofins (tests), Semperit (handschoenen), Sartorius (apparatuur voor de productie van vaccins) en Va-Q-Tec (gekoeld transport van vaccins).

Een andere sector die zwaar profiteert zijn de toeleveranciers aan de semiconductor industrie zoals het gouden AEX-trio ASMI, ASML en BESL. Chips speelden een belangrijke rol bij de continuïteit van het economische proces door het werken op afstand en het automatiseren (mens-onafhankelijk maken) van productieprocessen.

Uiteraard behoren de e-commerce bedrijven ook tot de winnaars. Bedrijven uit onze portefeuille als Zalando (fashion), Zooplus (dierenvoeding) en hun logistieke partners (PostNL) hebben een grote sprong voorwaarts gemaakt.

Veel van de genoemde bedrijven hebben inmiddels waarderingen bereikt die tot voor kort ondenkbaar waren.

Bij de verwachte groei is een scherpe koerscorrectie vooralsnog niet te verwachten.

## **9. Is er nog wel potentieel in deze typische covid-aandelen? Of zullen ze terugvallen naar historische waarderingen?**

Er is zeker nog potentieel. De tendens tot innovatie en digitalisering is door covid alleen maar versterkt en de groei van de benodigde semiconductors heeft een andere dimensie gekregen.

Ook lijkt het een illusie dat we terug zullen kunnen keren naar een tijd waarin testen overbodig zal zijn. Vaccins zijn een blijvertje en zullen geproduceerd moeten worden. Het deel van de economie rond vaccins is op een structureel hoger niveau komen te liggen en deze sector zal nog jaren een ver bovengemiddelde groei kennen.

Datzelfde geldt voor e-commerce.

## **10. Heeft covid ons ook nog onverwachte winnaars gebracht?**

Jazeker. Een aandeel dat bij de aanvang van de lockdown een koersval doormaakte was Rational. Deze producent van keukenmachines die voor zijn omzet sterk afhankelijk was van de horeca, zag deze van de ene op de andere dag wegvallen. Het bedrijf bleef niet bij de pakken neerzitten, maar sneed nieuwe markten aan, zoals de “dark kitchens” van de thuisbezorgingsrestaurants, een geheel nieuw segment in de markt. Nu de horeca weer opengaat en nieuwe bedrijven van start gaan, herstelt de oude business ook weer snel.

Een ander voorbeeld is de Italiaanse producent van zeer luxueuze fitnessstoestellen Technogym. Pre-covid produceerde deze voornamelijk voor 5-sterren hotels en luxe sportscholen, maar tijdens de pandemie is men zich met groot succes ook gaan richten op de particuliere markt. Miljonairs zijn hun eigen fitnessruimten gaan inrichten. Wereldwijd er zijn veel miljonairs...

Interessant is ook het Oostenrijkse Do&Co. Dit bedrijf is actief in luxe catering voor de luchtvaart en men verzorgt ook de catering en grote evenementen als de Formula One en de Champions League. Toen de vliegtuigen aan de grond bleven en alle evenementen afgelast werden, viel bijna hun hele business weg. Men reageerde met de ontwikkeling van nieuwe businessmodellen en heeft inmiddels diverse contracten met andere luchtvaartmaatschappijen. De traditionele evenementen business gaat intussen ook zachtjes weer van start. Het bedrijf herrijst, breder en sterker dan tevoren.

## **11. Waarom heeft Smaller Cap het speciaal zo goed gedaan?**

Een van de redenen voor de goede performance ligt in het feit dat we een relatief groot aantal bedrijven in portefeuille hadden waarop een bod is gedaan. Sinds begin 2021 zijn dit er maar liefst 4. We zagen biedingen in ICT, DPA, Neways en Reno De Medici. In al deze gevallen maakte het management gemene zaak met een grootaandeelhouder en werden de overige aandeelhouders aan de kant gezet. De biedprijs lag wel hoger dan de laatste beurskoers, maar Selectum belegde in deze fondsen als lange termijn belegger en niet als speculant. In het geval van Recticel was er ook een bod, maar hier hield het management zich kranig en daardoor steeg de koers tot ver boven de biedprijs.

## **12. Wat kunnen wij voor het jaar 2021 verder verwachten?**

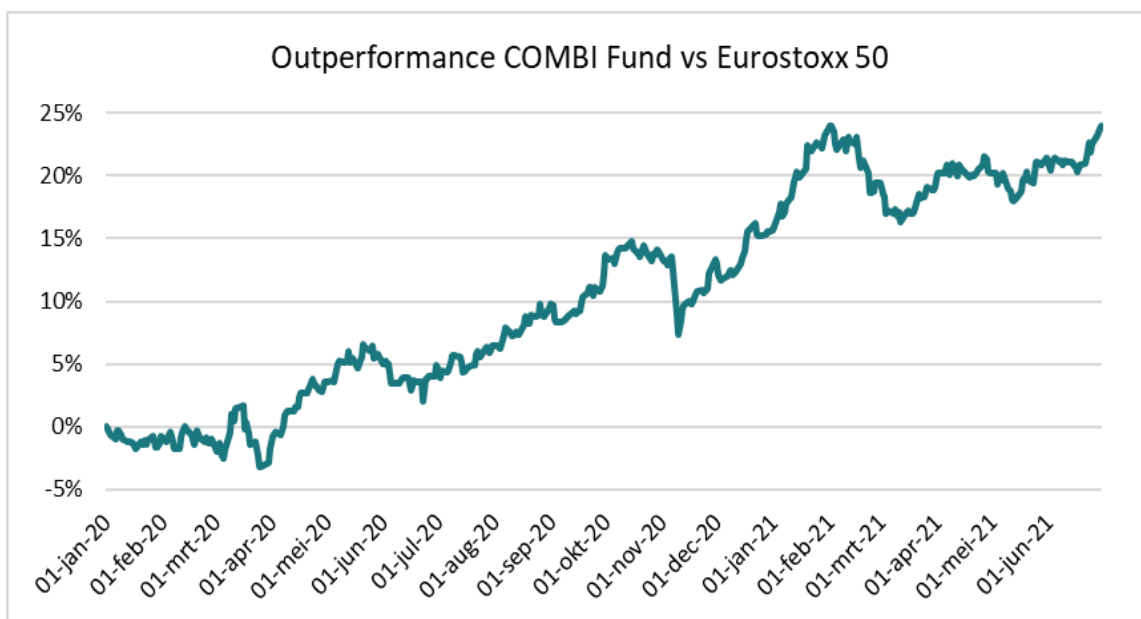
Met het aantreden van Biden lijkt er een andere wind te gaan waaien in de VS. Grote monopolies worden aangepakt en dreigen opgesplitst en/of gereguleerd te worden. Belastingen worden niet verlaagd, maar verhoogd. Ook krijgt men meer oog voor vergroening.

Zelfs als het allemaal niet zo'n vaart gaat lopen is toch wel duidelijk dat het gemakkelijke leventje voor de allergrootste bedrijven voorbij is. De tijd dat beleggers uit de hele wereld simpelweg Amerikaanse aandelen als Apple, Microsoft, Google, Facebook en Amazon kochten, daarmee een selffulfilling prophecy creëerden en automatisch een nette performance kregen, lijkt daarmee ook ten einde te lopen. Beleggers zullen weer zelf moeten gaan nadenken. De mannen zullen zich gaan onderscheiden van de jongens. Amerikaanse waarderingen zullen waarschijnlijk dalen en Europese stijgen.

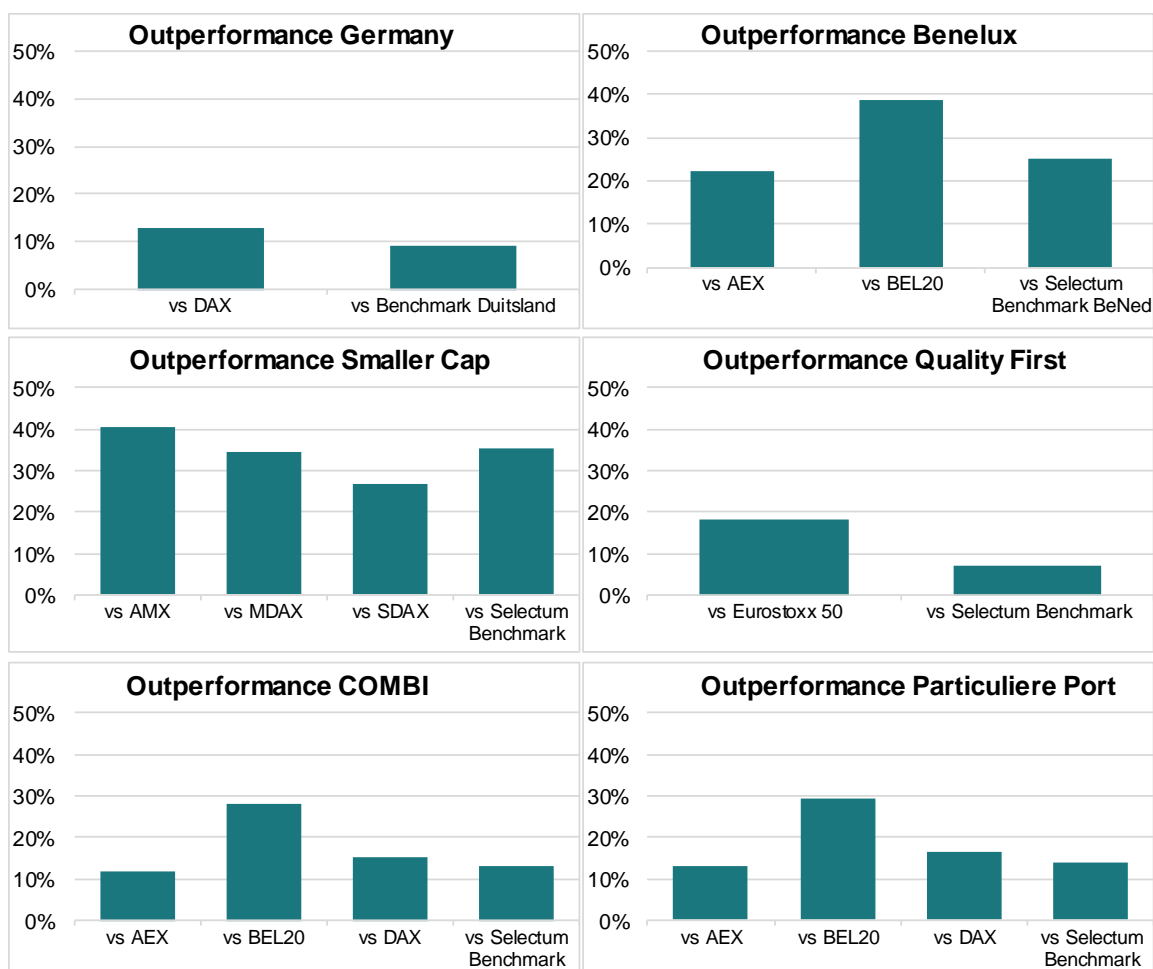
Chinese aandelen zullen onder druk blijven door maatregelen van de Chinese regering. Selectum heeft zich altijd ver gehouden van Chinese aandelen. Wij willen geen beleggingen waarvan de koers voornamelijk door politici bepaald wordt.

Op korte termijn zal de inflatie toenemen. Voor beleggingen in aandelen vormt dit geen bedreiging; het is eerder een drijver voor de winsten. Zolang de rente op historisch lage niveaus blijft, zal deze ook geen spelbreker zijn.

## APPENDIX I. Opbouw outperformance gedurende de covid-crisis.



## APPENDIX 2. Relatieve performance van de Selectum Funds



N.B. Discretionair beheerde particuliere portefeuilles kennen een vergelijkbare samenstelling als Combi.