



5 NOVEMBER 2021

MAANDELIJKE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

EXAMEN MET GLANS GESLAAGD!

- > Nieuwe beursrecords: de vrees omtrent de marges lijkt overdreven
- > Ter illustratie
- > Conclusie

NIEUWE BEURSRECORDS: DE VREES OMTRENT DE MARGES LIJKT OVERDREVEN

De turbulentie van de maand september lijkt al lang voorbij. Door een opeenstapeling van diverse zorgen (de opflakking van de deltavariant, problemen bij de Chinese vastgoedontwikkelaars, verstoringen in de bevoorradingsketen met tekorten als gevolg, inflatie van de producentenprijzen en de energiekosten), speelden de beurzen in september enkele luttel procenten kwijt. Vanaf oktober focussten de beleggers zich echter op het resultaatenseizoen voor het derde kwartaal. **De zorgen omtrent de winstmarges waren immers gerechtvaardigd gezien de enorme wereldwijde druk op de bevoorradingsketen en de stijgende prijzen van halffabricaten.** De uit de pan swingende energieprijzen (met name voor gas, kolen en elektriciteit) wakkerden de ongerustheid eveneens aan. Ook deed de sterke stijging van de producentenprijzen ernstige twijfels rijzen over het vermogen van de ondernemingen om het grootste deel van die kosten in de eindprijzen door te berekenen. Hebben diverse bedrijven als Nike, Honeywell, ABB of zelfs Amazon en Apple niet te lijden gehad onder de bevoorradingsproblemen die vraten aan hun inkomsten en/of marges? **Tijdens het driemaandelijke resultaatenseizoen zijn er echter ook steeds meer voorbeelden van industriële bedrijven die hun toeleveringsketen wel degelijk efficiënt kunnen beheersen.** Dankzij de sterke vraag die voortspruit uit de robuuste economische activiteit, slaagden veel bedrijven er toch in zich een weg te banen door de inflatoire omgeving die van langere duur blijkt dan verwacht. Tot nu toe bieden de goede bedrijfsresultaten ruggesteun aan de winstverwachtingen alsook aan een bevestiging

en/of verbetering van de bedrijfsvooruitzichten. Het jaar 2022 ziet er dan ook goed uit.

Er dient opgemerkt te worden dat we de afgelopen maand genoten van een bijzonder gunstig renteklimaat. De risicovolle activa werden dan ook niet gehinderd door een stijgende lange rente (rente van 1.55-1.60% op 10-jarig staatspapier in de VS); ook de inflatieverwachtingen lopen niet verder op dankzij een stabilisatie van de prijzen voor fossiele brandstoffen. Bij het eind van de zomer verwachtten (of liever hoopten) veel vermogensbeheerders dat de belangrijkste beursindexen 10% zouden dalen vóór het jaareinde (wat niet ons eigen scenario was, zie onze maandbrief van oktober). Zoals vaak het geval was in vroegere economische herstelfases, werden ze verrast door de resultaten die de bedrijven konden voorleggen en vooral door hun aanpassingsvermogen en hun productiviteitswinsten. Wall Street gunde zichzelf zelfs de luxe van nieuwe recordkoersen terwijl de Europese beursindexen weer opklommen tot de hoogste niveaus die ze eerder dit jaar bereikt hadden. Dit is geenszins een zeepbel die losstaat van de economische fundamenteën: per eind oktober hebben al 56% van de bedrijven uit de S&P 500 hun kwartaalresultaten bekendgemaakt; 82% van hen slaagde erin de consensusverwachtingen te overtreffen. Het totaal van de gecumuleerde winsten overtrof de verwachtingen zelfs met 10,3%! Recordwinsten en een lage rente blijven de belangrijkste drijfveren voor de beursrally.

TER ILLUSTRATIE

Sommige sectoren profiteren duidelijk meer van de situatie dan andere. Zoals te verwachten valt, genereren de **olimaatschappijen** recordoverschotten aan. kasmiddelen. **Fabrikanten van halfgeleiderapparatuur** hebben over het algemeen de marktverwachtingen overtroffen (wat op zich geen gemakkelijke opgave

was gezien de nogal consensuele visie die de vermogensbeheerders erop nahouden); ook hebben ze hun inkomsten- en winstverwachtingen verhoogd. De fabrikanten van elektronische componenten en de smelters (**Samsung, TSMC, Intel**) moeten hun investeringen immers absoluut opvoeren om aan de vraag te kunnen voldoen (digitalisering en

elektrificatie van de economie, sterke vraag van de auto-industrie). Door een tekort aan halfgeleiders was er in het laatste kwartaal bij de **autobouwers** een scherpe productiedaling van 20-30% (waarschijnlijk gaat bijna 10% van de wereldwijde productie voor het ganse lopende boekjaar verloren). Toch slaagden ze erin de beleggers gerust te stellen door hun doelstellingen inzake marge en vrije cashflow voor het lopende jaar in grote lijnen te bevestigen; dat is mogelijk dankzij de focus op de verkoop van premiumauto's en modellen met hogere marges (voorrang aan elektrische voertuigen en voertuigen met herlaadbare batterijen, de grootste verslinders van elektronica). De autobouwers hebben dus in zekere zin willens nillens de massamarkt opgeofferd; toch kondigden ze in het kielzog van hun zeer solide resultaten een sequentiële verbetering vanaf het 4e kwartaal aan, wat verstoringen in 2022 zou moeten vermijden (cf. toespraken van de directies van **Daimler**, **Stellantis** en **Volkswagen**). Zelfs **Michelin** dat eveneens te lijden had onder de ineenslopende verkoop van nieuwe auto's (het volume van eerste montagebanden daalde met 21% in het derde kwartaal), slaagde erin de beleggers te verrassen met een organische groei van de inkomsten met 8,4% (4% boven de consensus). Deze opmerkelijke prestatie was grotendeels te danken aan het prijseffect en de productmix, in combinatie met een zeer dynamische markt van vervangingsbanden. Dat illustreert niet alleen het prijszettingsvermogen van Michelin maar versterkt eveneens de vooruitzichten van het management voor 2021 inzake het bedrijfsresultaat en de vrije cashflow. Andere illustraties in verschillende sectoren: **Saint-Gobain** (bouwmaterialen) kondigde alleen al in het derde kwartaal een positief prijseffect aan van 8,7% (15% in Noord- en Zuid-Amerika!), wat zal helpen om de hogere productiekosten over het volledige boekjaar op te vangen. **Schneider Electric** (elektrische apparatuur en industriële automatisering) overtrof de verwachtingen van analisten met een organische omzetgroei van 8,8%. Zonder de problemen in de toeleveringsketen voor elektronische componenten zou de groei zelfs opgelopen zijn tot 10,8% (tegen een consensus van +7,9%)! China neemt 16% van diens groepsverkoop voor zijn rekening maar de residentiële sector is er goed voor minder dan 2,5%. Deze wereldleider in energietransitie, die door de Chinezen wordt beschouwd als een lokaal

bedrijf dat zeer dicht bij zijn klanten staat, heeft niet geleden onder de economische vertraging van de voorbije zomer. Het segment Energiebeheer kon dubbele cijfers optekenen en alle Chinese activiteiten groeiden met 5% in het laatste kwartaal. In de chemiesector overtroffen de inkomsten van Solvay de verwachtingen met 7% (een organische groei van 24,7% op jaarbasis maar vooral van 6,2% in vergelijking met het derde kwartaal van 2019). Ook hier werd een sterke volumegroei (+17,6%) gecombineerd met een stijging van de verkoopprijzen met 6,6% (+1,2% kwartaal-op-kwartaal), waardoor de EBITDA 5% hoger uitkwam dan de consensus: dat toont nogmaals aan dat de markt overdreven bang is voor de impact van de grondstofkosten op de winstgevendheid. We zouden kunnen doorgaan met het lijstje van bedrijven die de vruchten plukken van het economisch herstel zonder al te veel te lijden onder de inflatoire druk (wat door de fabrikanten trouwens als de keerzijde van een sterk herstel wordt beschouwd). Hebben we dan liever een zwakke vraag met deflatoire druk? Niet bepaald: de professionelen kiezen duidelijk de huidige omgeving.

We eindigen hier met de **IT-diensten** die profiteren van een aanzienlijke versnelling van de uitgaven voor cloud, digitalisering en cyberbeveiliging. Deze sector heeft te kampen met salarisinflatie voor de meest gegeerde profielen in de meest dynamische segmenten en een talentenjacht die in alle hevigheid woedt (het jaarlijkse personeelsverloop bedraagt bijna 20% in een normale cyclus). **Capgemini**, de Europese leider, maakte uitzonderlijke groeicijfers bekend voor het derde kwartaal (autonome stijging van de inkomsten met 13,2%). Dat was te danken aan een stijging van het marktaandeel dat op zijn beurt tot stand kwam door een proactief aanwervingsbeleid: alleen al in het derde kwartaal werden 19.700 nieuwe medewerkers aangeworven (39.500 sinds het begin van het jaar); het gaat hierbij hoofdzakelijk om jonge afgestudeerden wat het mogelijk maakt de leeftijdspiramide en het probleem van de looninflatie doeltreffend te beheersen. De groep heeft aldus zijn financiële doelstellingen voor de rest van het jaar naar boven bijgesteld en meer in het bijzonder zijn operationele marge; dat getuigt van een doeltreffend beheer van de stijgende kosten.

CONCLUSIE

In dit stadium kunnen wij slechts onze conclusies van de vorige maand herhalen: **de waardering van de belangrijkste beurzen op basis van de consensusramingen voor 2022 laat ons toe een gunstige visie op aandelen te behouden (het verwacht rendement op vrije cashflow in 2022 bedraagt bijna 5%, wat tegen het historisch gemiddelde aanleunt)**. Dat belet niet dat we met een hogere volatiliteit kunnen geconfronteerd worden, rekening houdend met de verschillende kwesties die ons zorgen baren. We zijn nog onbeslist omtrent de **twee scenario's voor volgend jaar** die wij kort in herinnering brengen (zie de maandbrief van oktober).

Het **eerste scenario** gaat uit van een goede economische dynamiek in combinatie met een inflatoire druk die iets sterker is dan verwacht maar niet uit de hand loopt (afvlakking en vervolgens vertraging van de consumentenprijzen als gevolg van een beter evenwicht tussen vraag en aanbod op de energiemarkten, ook blijft de loonstijging lager dan de productiviteitsstijging). In dit ideale scenario voor de groei van de bedrijfswinsten (stijgende omzet en op peil blijvende marges) normaliseren de centrale banken zeer geleidelijk hun monetair beleid. De Fed zou daarbij voor het jaareinde met haar tapering beginnen maar zonder een inkrimping van haar balans of een sterke druk op de langetermijnrente. Dit scenario is uiteraard gunstig voor aandelen in het algemeen en meer in het bijzonder

voor sectoren die bekend staan als "value" (financiële instellingen, energie, cyclische bedrijven in de industrie, grondstoffen, ...) en die minder te lijden hebben onder de stijging van de langetermijnrente.

Het **tweede scenario** is minder inspirerend voor de economische groei: de consensus wordt naar beneden herzien onder invloed van de zwakkere Chinese economie, de ontoereikende Amerikaanse fiscale stimuli (Biden heeft nog steeds moeite om zijn stimuleringsprogramma goedgekeurd te krijgen), een groter dan verwachte impact van de hoge energieprijzen op de vraag en ten slotte de aanhoudende productiebeperkingen in de waardeketens. In dit scenario dat a priori niet gunstig is voor risicovolle activa, denken we echter dat de monetaire autoriteiten het tempo van de normalisering van hun monetair beleid zullen vertragen, wat er op zich toe zou moeten leiden dat de reële rentevoeten voor langere tijd negatief blijven, of toch ten minste veel lager dan de economische groei. Beleggers zouden op die manier opnieuw geconfronteerd worden met het ontbreken van een valabel alternatief voor aandelen ("TINA") en zouden zo gedwongen worden weer een belangrijke weging te voorzien voor aandelen, met een voorkeur ongetwijfeld voor het groeithema en voor defensieve aandelen (technologie, farmaceutische bedrijven, nutsbedrijven, enz.).

Het is nog wat vroeg om te weten welke van de twee vermelde scenario's de bovenhand haalt; veel zal immers afhangen van de politieke beslissingen die de komende weken in Peking en Washington zullen worden genomen. Beleggers moeten daarom een gepaste

geografische en sectorale spreiding in hun portefeuilles aanhouden en risicoconcentraties vermijden. Longposities in volatiliteit (afdekking via putopties op beurs indexen) worden behouden.

DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is geproduceerd en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en is bedoeld om de beheersactiviteiten van Pure Capital S.A. weer te geven. (hierna "Pure Capital") en om informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en mogen niet worden gereproduceerd of gedistribueerd aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital.

Pure Capital behoudt zich het recht voor om de informatie in dit document te allen tijde zonder voorafgaande kennisgeving te wijzigen of aan te passen.

Dit document mag niet worden opgevat als een aanbod om een financieel instrument te kopen/verkopen of als een verzoek om financiële instrumenten of beleggingen te kopen of te verkopen. Alle hier gepubliceerde informatie is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen beleggingsadvies. Desondanks kan geen garantie worden gegeven voor de juistheid of volledigheid ervan. Deze informatie is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke vereisten voor onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en moet derhalve worden beschouwd als een publicitaire mededeling. Hoewel deze inhoud niet onderworpen is aan een verbod op gebruik voorafgaand aan de verspreiding (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om er winst uit te halen.

Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarlijks verslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital" genoemd) (tel: +352 26 39 86) of door de website www.purecapital.eu te bezoeken.

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en Pure Capital is er niet verantwoordelijk voor.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen variëren in de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktontwikkeling. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan hij heeft geïnvesteerd.

Uw rekeninghouder kan u jaarlijkse bewaargevingskosten in rekening brengen. Zij verschillen van instelling tot instelling. Als u wilt weten wat dat zijn, vraag het dan.

Dit document wordt u ter beschikking gesteld met dien verstande dat het niet de primaire basis voor uw belegging vormt. Elke investering moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed geïnformeerde beslissing.