

Counterpoint Weekly 15–21 november 2021

Joost van Beek
Senior Portfolio
Manager Equities

Kenneth Warnock
Head of Direct Equities

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

Goede derdekwartaalresultaten ondanks uitdagingen

In het derde kwartaal van 2021 is in de meeste landen de inflatie gestegen en bleef de wereldeconomie last houden van knelpunten in de toeleveringsketens. Ondanks bezorgdheid over de impact van deze uitdagingen op de winst, waren de resultaten beter dan verwacht en zijn de prognoses in de meeste sectoren opwaarts bijgesteld.

Wat u moet weten

- In het derde kwartaal bleef de inflatie stijgen en hadden meerdere sectoren met verstoringen in de toeleveringsketen en met tekorten te kampen. De bezorgdheid over de negatieve impact van deze uitdagingen op de bedrijfswinsten bleek echter overtrokken.
- In vrijwel alle sectoren was de winstgroei goed en in de VS en in Europa was het aantal verrassingen (beter dan verwachte resultaten) hoog.
- De winstprognoses zijn weer opwaarts bijgesteld.

Stijgende kosteninflatie en verstoringen in de toeleveringsketen hadden een dempend effect op de gemiddelde winstgroei. Niettemin waren derdekwartaalresultaten goed en gemiddeld beter dan verwacht, hoewel lager dan in voorgaande kwartalen (figuur 1). Per saldo zijn de winstprognoses opwaarts bijgesteld. We bespreken de bedrijfsresultaten in de VS en Europa en per sector, de impact van de stijgende kosteninflatie, de logistieke problemen binnen sectoren en enkele specifieke bedrijven binnen het Quintet Global Sustainable Equity Model.

Figuur 1: Solide winstgroei in derde kwartaal

Een groot aantal bedrijven in de VS en Europa hebben beter dan verwachte cijfers gepubliceerd.

	US – S&P 500	Europe – Stoxx600
Companies reported	81%	70%
Companies beating EPS estimates	82%	64%
EPS growth year-on-year	41%	50%
EPS growth surprise vs expectation	10%	9%
EPS growth (excluding energy)	33%	28%
Sales growth	18%	13%

Bron: Bloomberg, Quintet
Per 5 november 2021

Indrukwekkende winstgroei, zelfs zonder het uitzonderlijke herstel in de energiesector

De absolute groei in winst per aandeel was in het derde kwartaal 2021 ten opzichte van het derde kwartaal 2020 weer uitstekend: 41% voor Amerikaanse bedrijven (S&P 500) en 50% voor Europese bedrijven (Stoxx 600). Het absolute cijfer valt echter hoger uit doordat de winst in de energiesector aan het herstellen is van de zeer lage niveaus van 2020. Zonder de energiesector bedroeg de gemiddelde winstgroei 33% in de VS en 28% in Europa.

Deze resultaten lagen ongeveer 10 procentpunten boven de consensus groeiverwachting. Dit cijfer is hoog in vergelijking met het vijfjaarsgemiddelde, maar lager dan in voorgaande kwartalen, toen de Covid-19-uitbraak in de eerste helft van 2020 tot grote verstoring van de omzet en de winst leidde.

Het percentage bedrijven dat beter presteerde dan verwacht (de verrassingsfactor) bedroeg in de VS 82% en in Europa 64% (figuur 2). Wanneer we naar het niveau van de winstgroei en de verrassingsfactor kijken, is het belangrijk te beseffen dat de kosteninflatie is gestegen en dat er

Net als in het vorige kwartaal was in bijna alle sectoren (9 van de 11) sprake van beter dan verwachte resultaten

bepaalde toeleveringsketens last hadden van knelpunten. Over het algemeen waren bedrijven echter in staat deze problemen te compenseren door operationeel te verbeteren, prijzen te verhogen en efficiëntiemaatregelen door te voeren. De toenemende vraag was een belangrijke aanjager; hierdoor bedroeg de gemiddelde omzetgroei in de VS 18% en in Europa 13%.

Figuur 2: Welke sectoren zorgden voor de grootste verrassingen?

Financials profiteren van eenmalige meevallers en vastgoed bleef matig presteren

Earnings surprises	US – S&P 500	Europe – Stoxx600
Top three surprises (by number of companies)	1. Energy	1. Financials
	2. Financials	2. Technology
	3. Health Care	3. Materials
Bottom three surprises (by number of companies)	1. Utilities	1. Utilities
	2. Materials	2. Communications
	3. Real estate	3. Real estate

Bron: Quintet, Bloomberg

De impact van de inflatie verschilde per sector en de meeste sectoren konden de verhoging compenseren

Net als in het vorige kwartaal was er zowel in Europa als in de VS in bijna alle sectoren (9 van de 11) sprake van beter dan verwachte resultaten.

Financials: In beide regio's zit de financiële sector in de top drie, net als in het vorige kwartaal. Volgens ons was de belangrijkste steun voor banken een boekhoudkundige kwestie, namelijk de publicatie van debiteurenvoorzieningen die vorig jaar aan het begin van de Covid-uitbraak waren genomen. Het lijkt er nu op dat de banken minder kredietverliezen hebben geboekt dan werd gevreesd. Hierdoor hebben deze voorzieningen nu een positief effect en is de winst van de banken toegenomen. Een groot aantal banken heeft inmiddels gewaarschuwd dat in 2022 de kosten waarschijnlijk gaan stijgen, hoofdzakelijk in verband met loonstijgingen en technologische ontwikkelingen bij opkomende fintech-concurrenten.

Energie: Hoofdzakelijk door de sterk gestegen olie- en gasprijzen in de afgelopen 12 maanden (70% hoger) was er bij de grote oliemaatschappijen sprake van fors herstellende winstcijfers. Van exploratie, productie en raffinage tot de distributie profiteerde de hele bedrijfskolom van het herstel. Dit werd vergroot door de laag gehouden kapitaaluitgaven in de olie-exploratie ten gevolge van de verschuiving naar groene energie.

Materialen: Ondanks de verscheidenheid in de materialensector was er over de hele lijn sprake van een sterke winstgroei. Metalen en mijnbouwaandelen namen het voortouw dankzij de hogere grondstoffenprijzen, waar deze voor andere bedrijfstakken als chemie en bouw materiaal, daarentegen een negatieve factor waren. Het aantal orders voor bedrijven die actief zijn op de bouwmarkt is zo hoog dat hogere volumes en prijzen de hogere inputkosten meer dan compenseren. Een groot aantal bedrijven heeft op succesvolle wijze prijsverhogingen doorgevoerd, en afhankelijk van de ontwikkeling van de kosteninflatie zullen er nog meer volgen. Bedrijven die actief zijn in voedingsingrediënten (zoals Givaudan en DSM) werden nauwelijks geraakt door de kosteninflatie en profiteerden van hogere volumes. Meerdere bedrijven meldden een verrassend hoge orderinstroom, die zou kunnen zijn veroorzaakt door (verwachte) verstoringen van de toeleveringsketen. Bedrijven willen voorkomen dat de productie door tekorten zou afnemen.

Gezondheidszorg: In tegenstelling tot energie en grondstoffen werd de gezondheidszorgsector, gezien zijn aard, niet geraakt door de stijgende inputkosten. Daarnaast werden er in het afgelopen jaar grote aantallen niet-dringende operaties uitgesteld ten gevolge van het hoge aantal ziekenhuisopnames van covid-patiënten. Dit had in het derde kwartaal 2020 een tijdelijke negatieve impact op de vraag naar medicijnen

Informatietechnologie: Binnen de technologiesector waren de resultaten over de hele lijn beter dan verwacht. In de eerste plaats doordat mensen structureel meer thuis blijven werken, blijft het gebruik van hardware en software in de thuisomgeving en van de dataopslag in de cloud

Ondanks de toenemende inflatie waren er meer opwaartse dan neerwaartse herzieningen

toenemen. Ten tweede leidt het tekort aan halfgeleiders als gevolg van de brede grotere vraag en het toenemend aantal toepassingen tot een grotere vraag naar halfgeleiderapparatuur en betere prijsstelling. Evenzo hebben producenten van halfgeleiders hun prijzen kunnen verhogen doordat de vraag het aanbod oversteeg. Apple is een van de weinige grote technologiebedrijven die van aanbodbeperkingen in Greater China te lijden heeft, waar een groot deel van zijn hardware wordt geproduceerd.

Discretionaire consumptiegoederen: In de VS hadden twee bedrijven, Amazon en Tesla, een enorme impact op de sector. Hun resultaten liepen in het derde kwartaal 2021 fors uiteen: Amazon had door een aantal problemen te kampen met een operationele misser, terwijl Tesla een recordomzet en -marges noteerde. Andere segmenten in de discretionaire sector realiseerde een redelijke winstgroei, zoals restaurants en luxegoederen. Bij toeleveranciers van de auto-industrie zorgde het tekort aan halfgeleiders ervoor dat de fabrikant van onderdelen OEM Automatic extra productieverlagingen moest doorvoeren, waardoor de winstprognoses van het bedrijf en zijn leveranciers zijn verlaagd.

Basisconsumptiegoederen: De winstgroei in deze sector is vanwege de defensieve aard over het algemeen stabiel en in het derde kwartaal 2021 was de groei met name in de VS relatief bescheiden. Het afgelopen jaar profiteerden producenten van voedingsmiddelen en verzorgingsproducten van de lockdowns dankzij de toegenomen vraag in supermarkten. Bovendien hadden producenten van voedingsmiddelen en verzorgingsproducten te kampen met de impact van hogere grondstoffen- en transportkosten. Het vermogen om deze aan de klanten door te berekenen varieerde naargelang hun marktpositie. Bedrijven in het premiumsegment als L’Oreal en Estee Lauder, konden de inflatie makkelijk aan hun klanten doorberekenen.

Figuur 3: Stijgende oliekoersen en Covid-19 leidden tot meer spreiding

In het derde kwartaal 2020 was de pandemie op zijn hoogtepunt en daalden de investeringen

EPS growth	US – S&P 500	Europe – Stoxx600
Top three sectors	1. Energy	1. Energy
	2. Materials	2. Materials
	3. Industrials	3. Financials
Bottom three sectors	11. Consumer discretionary	11. Real estate
	10. Utilities	10. Utilities
	9. Consumer Staples	9. Communications

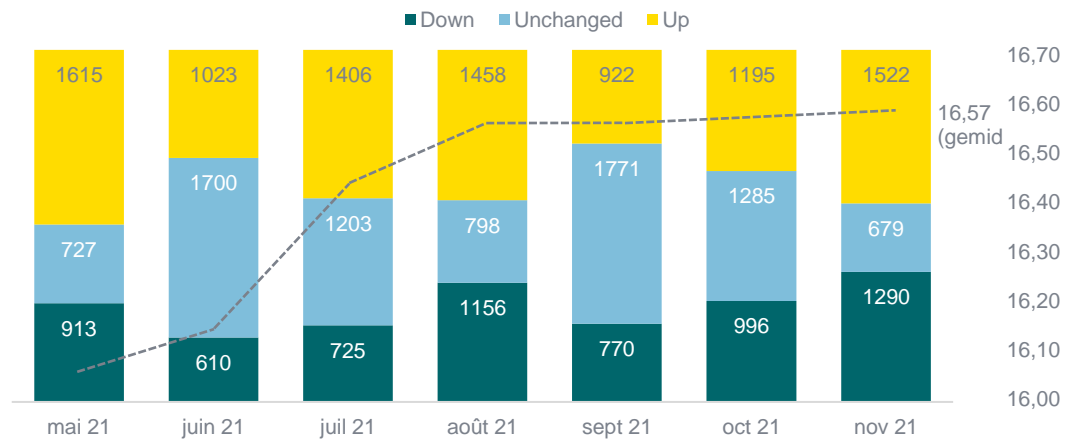
Bron: Quintet, Bloomberg

Winstprognoses: meer opwaartse dan neerwaartse bijstellingen in de VS en Europa

De consensusverwachting voor de absolute cijfers van de Amerikaanse markt voor 2022 waren de afgelopen maanden stabiel, met een gemiddelde groeiprognoze voor de winst per aandeel van 11% (figuur 4). Ondanks de toenemende inflatie waren er meer opwaartse dan neerwaartse herzieningen. Een van de redenen zijn de aanhoudend sterke vooruitzichten voor de technologiesector, de sector met de hoogste weging.

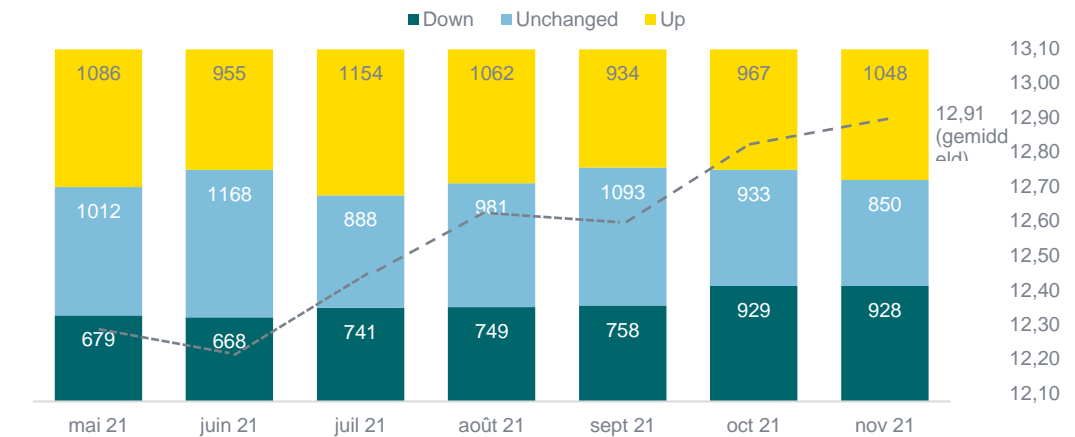
Stijgende kosteninflatie en logistieke knelpunten waren in het derde kwartaal de twee grootste uitdagingen voor bedrijven

Figuur 4: Consensusverwachting 2022 voor de VS
De afgelopen maanden was de ontwikkeling stabiel.



Bron: Factset, 11 nov 2021

Figuur 5: Consensusverwachting 2022 voor Europa
Recentelijk is er sprake van een opwaartse trend.



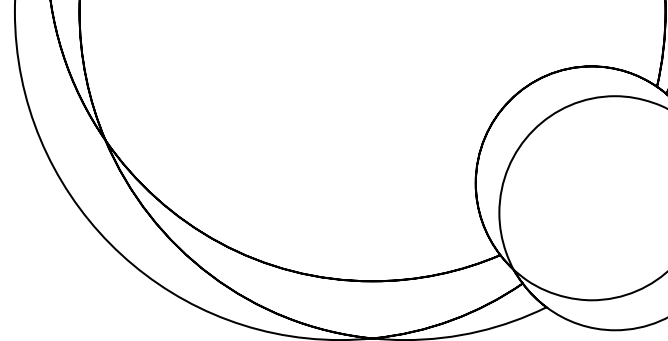
Bron: Factset, 11 nov 2021

De consensusverwachting voor de absolute winst per aandeel cijfers in Europa voor 2022 kende in oktober een opwaartse trend, met een gemiddelde groeiprognoze voor de winst per aandeel van 8% (figuur 5). Ondanks de toenemende inflatie waren er meer opwaartse dan neerwaartse herzieningen.

Stijgende kosteninflatie en logistieke knelpunten: impact op bedrijven in het Quintet Global Sustainable Equity Model

Stijgende kosteninflatie en logistieke bottlenecks waren in het derde kwartaal de twee grootste uitdagingen voor bedrijven. Wat was de impact op aandelen in het Quintet Global Sustainable Equity Model? Het vermogen om prijzen te verhogen is een essentieel onderdeel en een bepalende factor bij onze aandelenselectie. Dit zijn enkele hoofdpunten:

Amazon: Dit bedrijf werd in ons Global Sustainable Equity Model het zwaarst getroffen. Het had te kampen met verschillende problemen, waaronder hogere lonen, arbeidstekorten en verstoring van de toeleveringsketen. Deze factoren hadden een grote impact op de winst en dit zal waarschijnlijk



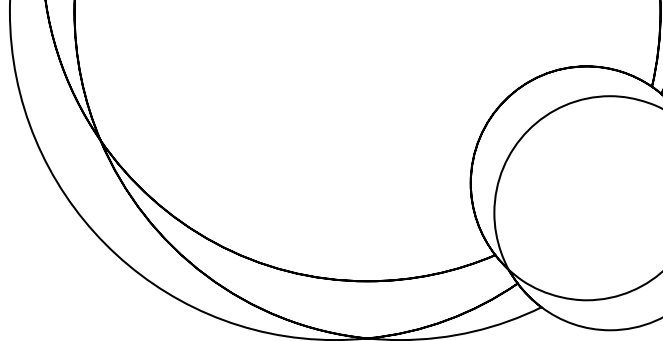
in de komende kwartalen aanhouden. Amazon heeft niettemin zijn kapitaaluitgaven verhoogd, omdat het bedrijf er vertrouwen in heeft dat het zijn online-retailmarktpositie kan uitbreiden. Het bedrijf kan het zich makkelijk veroorloven dankzij de stijgende winst (verdubbeld in het derde kwartaal), kasstromen vanuit zijn clouddiensten en een sterke balans.

Procter & Gamble: Hogere inputkosten, waaronder transport, konden door P&G het afgelopen kwartaal niet worden gecompenseerd met hogere verkoopprijzen. De gemiddelde prijs steeg met 1%, waardoor de bruto marges met 3,7 procentpunt daalden tot 49%, wat meer was dan verwacht. Ondanks de sterkere positie van het bedrijf in het premiumsegment dan Unilever, heeft Unilever gemiddeld grotere prijsstijgingen doorgevoerd (+4%) in het derde kwartaal. De keerzijde is dat de volumegroei bij P&G aanmerkelijk hoger was, terwijl er bij Unilever sprake was van een daling en het bedrijf marktaandeel heeft verloren. P&G had er veel vertrouwen in dat door middel van prijsverhogingen en enkele duidelijke productiviteitsbesparingen de groeivoorzichten voor de winst per aandeel gelijk blijven. Op basis van de huidige vooruitzichten verwachten beide bedrijven dat hun kosteninflatie in het eerste kwartaal 2022 zal pieken.

Michelin: Hogere inputkosten werden vrijwel volledig gecompenseerd door hogere verkoopprijzen, waarbij de derde verhoging in oktober werd doorgevoerd. Ondanks deze prijsverhogingen kon Michelin zijn marktaandeel in het premiumsegment vergroten en kon ondanks de lagere vraag naar banden van autoproducenten zijn vooruitzichten handhaven.

Estee Lauder: Dit bedrijf is actief in het premium-cosmeticasegment, dat prijsinelastisch is en te lijden had van de hogere input- en transportkosten. De brutomarges zijn van 77% tot 76% licht gedaald, maar de autonome groei was met 18% robuust. Gezien de hoge productvernieuwings- en innovatiepercentage van 30% en een gemiddelde jaarlijkse prijsverhoging van 2,5%, zullen de brutomarges eerder toenemen.

Linde: Dit industriële gasbedrijf heeft niet te lijden gehad van de stijgende inputkosten (hoofdzakelijk energie), omdat zijn contracten voorzien in het doorberekenen van prijsveranderingen aan klanten. Linde profiteert van de toegenomen industriële productie waarvoor het bedrijf industriële gassen levert. Door de grotere volumes in combinatie met prijsstijgingen kon het bedrijf de winstprognoses verhogen.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (15 november 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Alle rechten voorbehouden.