

BELEGGEN

# Beleggen in de toekomst: Thema Infrastructuur

## Leo Stevens beleggingsproces

Tekst **Riet Vijgen** en **William Myncke**

### Thematisch beleggingsproces: het principe

Het uitdiepen van ons LS Beleggingsproces is een vaste waarde geworden in de Focus. edities. Als opfrissing hier de algemene principes van het thematisch beleggingsproces bij Leo Stevens. Schematisch wordt dit voorgesteld door het LS Schilmodel (zie Grafiek 1), waarbij we uitgaan van bepaalde grote megatrends die ons leven en maatschappij bepalen en sturen. Vervolgens definiëren we een 6-tal thema's die door deze megatrends gestuurd worden. Om uiteindelijk tot interessante investeringstopics en ideeën te komen. Het resultaat is een selectie van individuele aandelen en/of gediversifieerde fondsen van aandelen, waarvan we het groeipotentieel hoog inschatten.

Om dit wat concreter te maken, lichten we een bepaald thema toe en geven we daarbij aan op welke manier we hierin investeren. Deze editie lichten we toe waarom we Infrastructuur een belangrijk thema vinden.

### Megatrend: Demografische en technologische evolutie

De demografische en technologische megatrends die onze aardbol draaiende houden zijn reeds meermaals aan bod gekomen. Zij zijn beide de drijvers achter het huidige thema.

De wereld wordt almaar drukker en drukker. De prognoses zijn dat we aan het huidige groeiritme binnen 30 jaar met ruim 2 miljard extra mensen de wereld

zullen bevolken. De grote meerderheid hiervan vestigt zich daarenboven in steden omdat ze daar nu eenmaal betere toegang tot huisvesting en werk (inkomen) hebben. In de Westerse landen, zoals Europa en Noord-Amerika, woont momenteel reeds 70-80% van de bevolking in een verstedelijkte omgeving (zie Grafiek 2). Dit wordt verwacht nog licht toe te nemen. De grootste migratie van het platteland richting steden zien we echter vooral in de opkomende markten gebeuren. Miljoenensteden barsten daarbij nog meer uit hun voegen. Al deze mensen dienen een dak boven hun hoofd te krijgen en hebben nood aan drinkbaar water, elektriciteit, verwarming... Gigantische uitdagingen voor overheden die geacht worden hierin te voorzien.

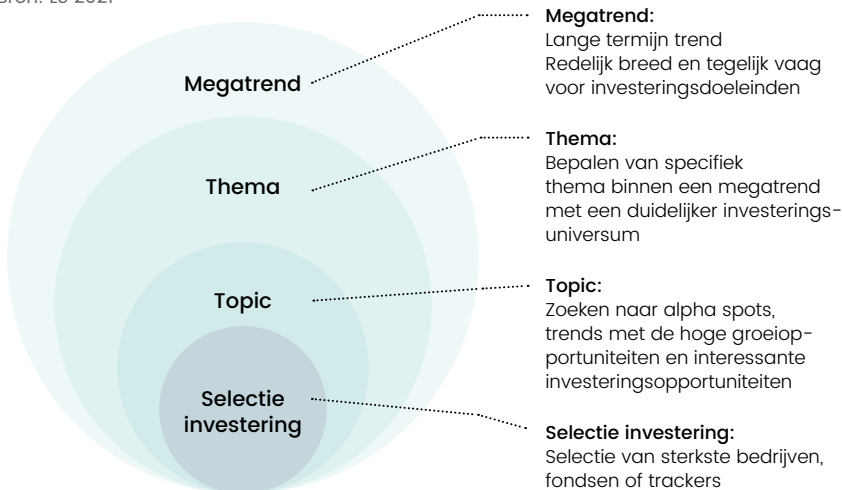
Daarnaast raast de technologie aan een ongezien tempo verder. Industriële revolutie 4.0 is een feit en kent al vele extensies. Data en datatransmissie zijn primordiaal in heel deze evolutie en dat vereist geavanceerde systemen en infrastructuur.

### Thematisch beleggen: Infrastructuur

En zo komen we bij het gekozen thema van infrastructuur. Het is de ruggengraat van de hele maatschappij en economie; zonder kunnen we niet. Van het koffieapparaat dat u 's morgens aanzet tot het televisietoestel dat u 's avonds uitzet: keer op keer doet u een beroep op zichtbare en onzichtbare infrastructuur (zie Grafiek 3).

**Grafiek 1: Thematisch beleggingsproces Leo Stevens - Schilmodel**

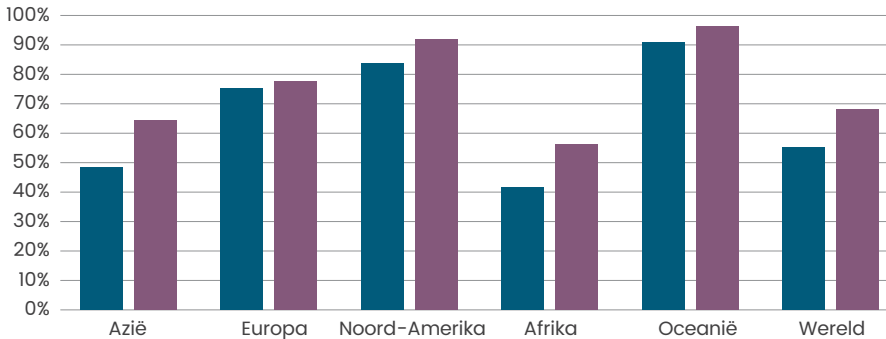
Bron: LS 2021



## Grafiek 2: Aandeel van de bevolking dat in stedelijke gebieden woont

Bron: Oxford Economics

● 2015 ● 2040



### Wat is infrastructuur?

Bij Wikipedia vinden we als definitie: 'Infrastructuur is het geheel van voorzieningen dat nodig is om een land of organisatie, zoals een bedrijf of een instelling, goed te laten functioneren.' Deze voorzieningen hebben de volgende basiskennmerken:

- ze zijn tot op zekere hoogte blijvend of voortdurend beschikbaar;
- ze functioneren in belangrijke mate onafhankelijk van specifiek gebruik;
- ze zijn bestemd voor algemeen en gemeenschappelijk gebruik.

Als concrete voorbeelden kunnen we hier de meest gekende en meest zichtbare aanhalen zoals wegen, spoorwegen, havens en luchthavens. Infrastructuur is echter meer dan dat en gaat van elektriciteits- en glasvezelnetwerken, satellieten, windmolenparken tot betaalsystemen en ziekenhuizen.

### Wat maakt infrastructuur nu zo interessant als beleggingsthema?

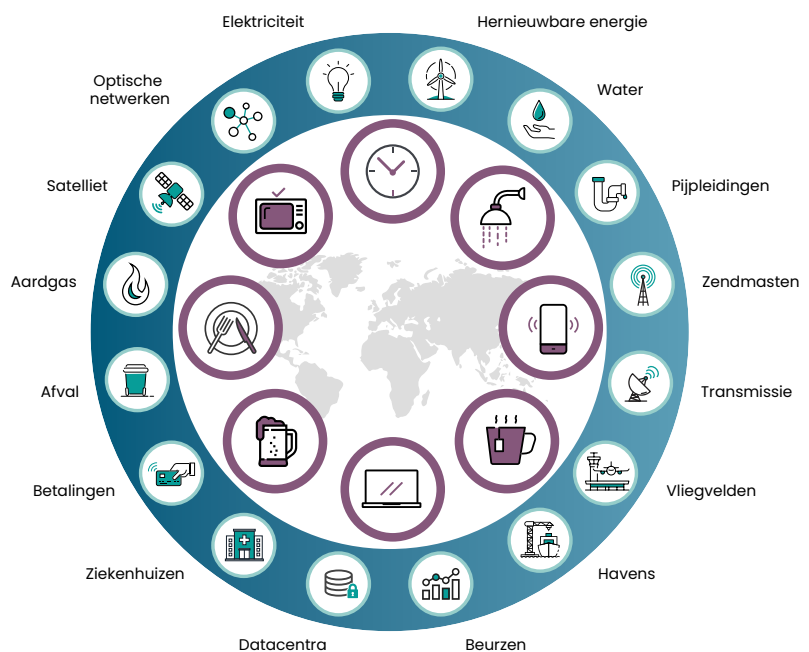
In de eerste plaats omdat het om een essentieel onderdeel van ieders leven gaat. Alle aspecten van het economisch leven, zowel diensten als producten, vallen of staan met de infrastructuur waarop ze gebouwd zijn. Terwijl u er wellicht niet aan denkt als u de douchekraan open draait of met uw betaalkaart afrekent in de supermarkt, is de infrastructuur achter die kraan en die betaalterminal essentieel voor ons leven. Om te werken, te koken, te betalen, te reizen, te ontspannen ...

Het gaat om een noodzakelijk goed voor een grote en gediversifieerde groep van gebruikers. Zowel overheden als bedrijven en consumenten kunnen niet zonder. De aanbieders van fysieke activa in de infrastructuurmarkt zijn zelf zeer gediversifieerd aangezien ze ten dienste staan van verschillende sectoren, gaande van de energiesector, transport, telecom, technologie over financiële tot gezondheidszorgsector. Daardoor is deze groep van aandelen doorgaans minder volatiel.

Bedrijven actief in infrastructuur zijn minder afhankelijk van economische cycli. Crisis of niet: wegen, ziekenhuizen, elektriciteit, havens,... blijven noodzakelijk. Bovendien gaat het hier meestal om meerjarige contracten met voorspelbare kasstromen voor de aanbieders. Als pluspunt zijn veel contracten ook nog eens beschermd tegen inflatie doordat er een indexering in het contract vervat zit.

## Grafiek 3: Infrastructuur - een onderdeel van uw dag

Bron: M&G



De voorspelbare kasstromen geven aanleiding tot een solide en voorspelbare dividenduitkering bij de meeste spelers.

Deze sector heeft ook hoge toetredingsdrempels. Bepaalde vormen van infrastructuur vergen enorme investeringen en dit vormt een belemmering voor potentiële concurrenten om de markt te betreden. Spelers kunnen op die manier een quasi monopolie innemen: vaak kan het economisch niet verantwoord of wettelijk niet mogelijk zijn om een concurrerende infrastructuur te bouwen. Denk bijvoorbeeld aan betaalnetswerken, luchthavens, energiecentrales, tolwegen en ziekenhuizen.

### Overheden als big spenders

Naast deze factoren zijn er nog extra argumenten waarom dit thema nu brandend actueel is. Overheden zijn in het merendeel van de gevallen verantwoordelijk voor de infrastructuur van een land of een regio. Gegeven het hoge kostenplaatje en de lange duurtijd tot oplevering van bepaalde projecten zijn bestuurslui lange tijd niet happig geweest om daar hun investeringen aan toe te wijzen. Zij kozen liever voor korte termijn prestigeprojecten met snelle electorale winst. Het resultaat is echter dat veel overheden nu met verouderde structuur opgezadeld zitten, waarvan de gebreken af en toe tot noodlottige gevolgen leiden (denk aan de ingestorte bruggen, overstromingen, ...).

Investerings zijn dus noodzakelijk. Enerzijds om te vernieuwen maar anderzijds ook om het hoofd te bieden aan de almaar toenemende demografische en technologische evoluties zoals we hier al eerder beschreven. McKinsey becijferde dat we wereldwijd tot 2035 jaarlijks ruim 3.700 miljard USD zouden moeten investeren om aan alle noden te kunnen voldoen.

Dat dit niet alleen inspanningen vereist van de opkomende markten, bewijst onderstaande grafiek 4. Noord-Amerika is een van de regio's waar de infrastructuur veelal te wensen overlaat. President Biden beseft dat er een tandje bijgestoken moet worden en hij kondigde zijn Building Back Better plan (ter waarde van 2.200 miljard USD) en het American Family plan (1.800 miljard USD) aan waarbij de focus ligt op infrastructuur. Europa wil met zijn Green Deal (750 miljard EUR) vooral inzetten op groene infrastructuur. China rolde een plan uit om de komende jaren te investeren in digitale infrastructuur (1.600 miljard USD). Van de grote economieën investeert China trouwens het meeste in infrastructuur. Ter vergelijking: in China wordt 8% van het bbp besteed aan infrastructuur, in de VS is dat 2,4%.

En dan hebben we het nog niet over de energietransitie die overal belangrijke inspanningen vraagt.

## Keuze topics en investeringsbeslissingen

Hoe kunnen wij als belegger hierin investeren? Bij Leo Stevens kijken we naar het investeerbare universum met open vizier. Dit wil zeggen dat we op zoek gaan naar interessante aandelen die aan onze selectiecriteria voldoen en het thema goed weten te bevatten. Maar net zo goed kunnen ook degelijk gediversifieerde actief of passief beheerde fondsen in aanmerking komen wanneer ze op een consistente en transparante wijze vele facetten van het gekozen thema bevatten.

### Actief beheerde fondsen

Het M&G Global Listed Infrastructure fund werd in 2017 gelanceerd en kon sindsdien reeds 2 miljard EUR aan investeerdersgeld aantrekken. Wij behoren sinds 2020 tot de beleggers in dit fonds. De beheerder belegt in infrastructuurbedrijven, beleggingstrusts en vastgoedbeleggingstrusts van om het even welke grootte en overal ter wereld. Het fonds maakt een onderscheid tussen:

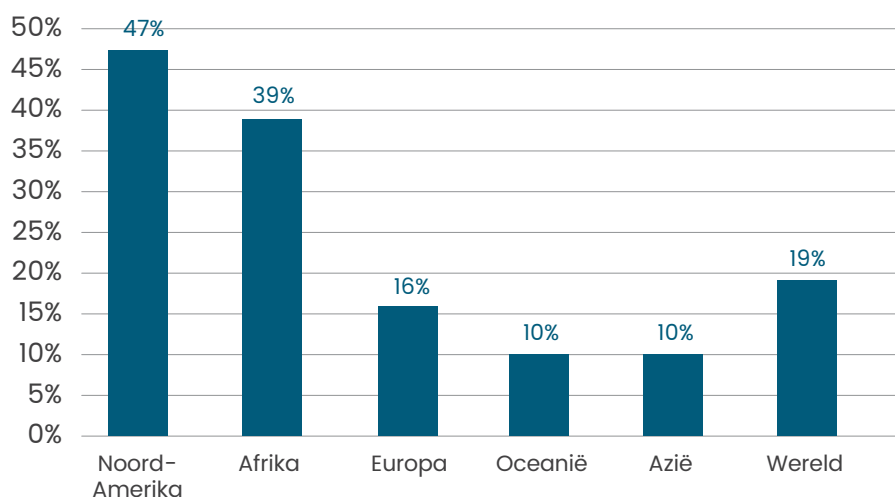
- 1. Economische infrastructuur:** transport, nutsvoorzieningen, industriële pijpleidingen en terminals. Per 30 april was het fonds hier voor 61% aan blootgesteld.
- 2. Sociale infrastructuur:** ziekenhuizen, rusthuizen, scholen, overheidsgebouwen, studenten-huisvesting, ... Dit telt voor ongeveer 13% van het fonds.
- 3. Digitale infrastructuur:** communicatienetwerken (datacenters, zendmasten, satellieten, ...), transacties (betaalnetswerken, ..) en royalty's (energie, mineralen). Hier is het fonds voor 26% in belegd.

Een belangrijk aandachtspunt voor de beheerder is de voorspelbaarheid van de kasstromen en wat dit als meerwaarde kan opleveren in de vorm van een dividend voor de belegger. Een gemiddeld bruto dividend van 4% voor het hele fonds wordt nagestreefd. Niet alle segmenten betalen evenveel uit. Traditioneel zijn het de bedrijven in de economische infrastructuur die gulle dividendbetalers zijn maar de groei is het grootst in de sociale en digitale segmenten.

### Grafiek 4 : Investeringskloof in infrastructuur per regio, 2016-2040

Bron: Oxford Economics

Mate waarin de geschatte investeringsbehoefte groter is dan de verwachte investering onder de huidige trends



The history of American railroads is fascinating. After 150 years or so of frenzied construction, skullduggery, overbuilding, bankruptcies, reorganizations and mergers, the railroad industry finally emerged a few decades ago as mature and rationalized<sup>1</sup>.

Warren Buffett

### Individuele aandelen

Onze individuele aandelenselectie baseert zich op het Quality Growth model. We kiezen hierbij bewust voor bedrijven met competitieve voordelen, hetzij in merkpositionering, technologie, kostenefficiëntie, hoge omschakelingskosten en een gezonde kapitaalstructuur. Het gaat om kwaliteitsvolle bedrijven met een hoge prijszettingmacht.

Zo komen we uit bij Berkshire Hathaway. Ondanks de beursmalaise houdt deze holding goed stand. Berkshire Hathaway

is sinds de start van het jaar met slechts 7% teruggevallen.

In dit artikel bekijken we het infrastructuurlijk van deze holding, bestaande uit Burlington Northern Santa Fe Corp Railways (BSNF) en Berkshire Hathaway Energy (BHE). Twee activiteiten die inflatiebestendig zijn en profiteren van enorme competitieve voordelen. In 1967 is Warren Buffett begonnen aan de uitbouw van Berkshire Hathaway als holding. Het succesverhaal is gekend: de portefeuille groeide razendsnel, maar werd tevens

mooi evenwichtig opgebouwd.

### BNSF Railways

BNSF is de grootste spoorwegmaatschappij van de VS met een sporennetwerk dat zich uitstrekt van het westen tot in Memphis. De voorbije 10 jaar was BNSF verantwoordelijk voor ongeveer 50% van het goedertransport in deze regio. De rest van de koek wordt verdeeld tussen Union Pacific (UNP) en Kansas City Southern (KSU) (zie Grafiek 5).

De kans dat er nog andere significante spelers deze markt zullen betreden is klein. O.a. het bekomen van vergunningen, het kopen van land en de nood aan schaal-grootte, maken het quasi onmogelijk voor nieuwe spelers om deze markt te betreden. De meeste spoorlijnen die vandaag bestaan, zijn dezelfde als 100 jaar geleden.

### Slimme investering

In de periode voor 2010 heeft Berkshire Hathaway 22% van de aandelen BNSF bijeen gesprokkeld. In 2010 zag Warren Buffett zijn kans schoon om het volledige bedrijf te kopen. Na tegenvallende kwartaalresultaten en een bijhorende negatieve koersreactie lanceerde hij een overnamebod, met succes. Warren Buffett kocht de resterende 78% van de aandelen. Hij betaalde 26 miljard USD en waardeerde het bedrijf zo op 34 miljard USD (18x de winst plus 10 miljard USD aan uitstaande schulden van BNSF). Een zeer goede deal, want aan dividenden alleen al verdiende Berkshire intussen een slordige 42 miljard USD.

BNSF beschikt over zeer sterke competitieve voordelen, maar is wel cyclisch. De winst van deze activiteit wordt immers bepaald door 3 parameters: volume, kostprijs per volume en transportkosten. Hoe sterker de economie groeit, hoe meer volumes er getransporteerd worden.

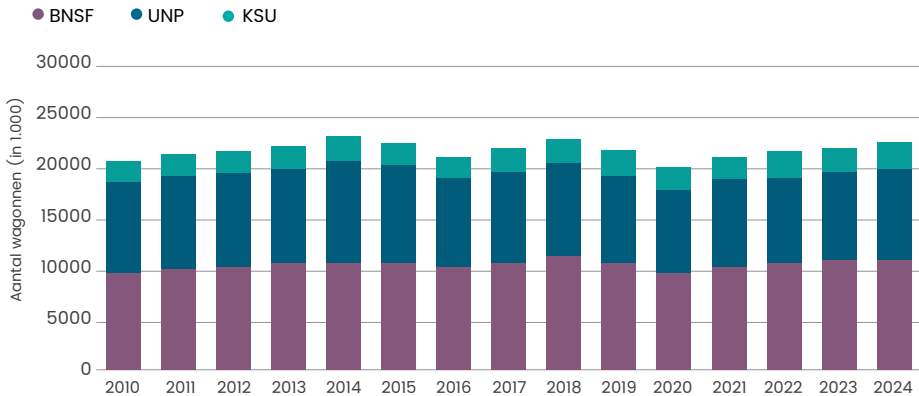


Foto: Burlington Northern Santa Fe Corp ("BNSF") Railways

<sup>1</sup> Berkshire Hathaway inc, Shareholder Letter, 2020

### Grafiek 5 : Historische spoorwegvolumes 2010-2024

Bron: Gebaseerd op data gepubliceerd door Berkshire Hathaway in november 2020 en schatting van Morningstar



#### Berkshire Hathaway Energy (BHE)

BHE levert energie aan consumenten en bedrijven en is één van de grootste energieleveranciers in de VS.

#### Slimme investering

In 1999, toen Wall Street geloofde dat technologie-aandelen enkel maar konden groeien, kocht Warren Buffett wat volgens velen het saaieste bedrijf ter wereld was: een nutsbedrijf. Over een periode van meer dan 20 jaar heeft BHE geen dividenden uitgekeerd, maar al zijn inkomsten geherinvesteerd en de winst laten groeien van 122 miljoen USD tot 3,9 miljard USD - een groeipercentage van ongeveer 17% op jaarbasis. In tijden van recessie zal de vraag van bedrijven dalen, maar dit kan deels gecompenseerd worden door een stabiel verbruik bij consumenten.

#### Groene energie en rendabiliteit gaan hand in hand

Toen Berkshire in 2000 in de nutssector stapte, betaalden de residentiële klanten van het bedrijf in Iowa gemiddeld 8,8 dollarcent per kilowattuur (kWh). De prijzen voor particuliere klanten zijn sindsdien met minder dan 1% per jaar gestegen. Bij concurrenten ligt dit stijgingspercentage vele malen hoger: vorig jaar lagen de tarieven bij concurrenten voor huishoudelijke klanten 60-70% hoger dan die van BHE. Dit verschil is grotendeels te danken aan focus op windenergie bij BHE en de efficiënte omzetting naar electriciteit (zie grafiek 6).

"The extraordinary differential between our rates and theirs is largely the result of our huge accomplishments in converting wind into electricity."

Berkshire Hathaway Energy is één van de voortrekkers in de sector.

Infrastructuur en nutsbedrijven hebben misschien een saai imago, maar blijven – ondanks de perceptie – een interessante investering. Deze bedrijven hebben al meermaals bewezen een nuttige toevoeging te zijn aan portefeuilles. Iets wat Warren Buffett meer dan waarschijnlijk zal bevestigen.



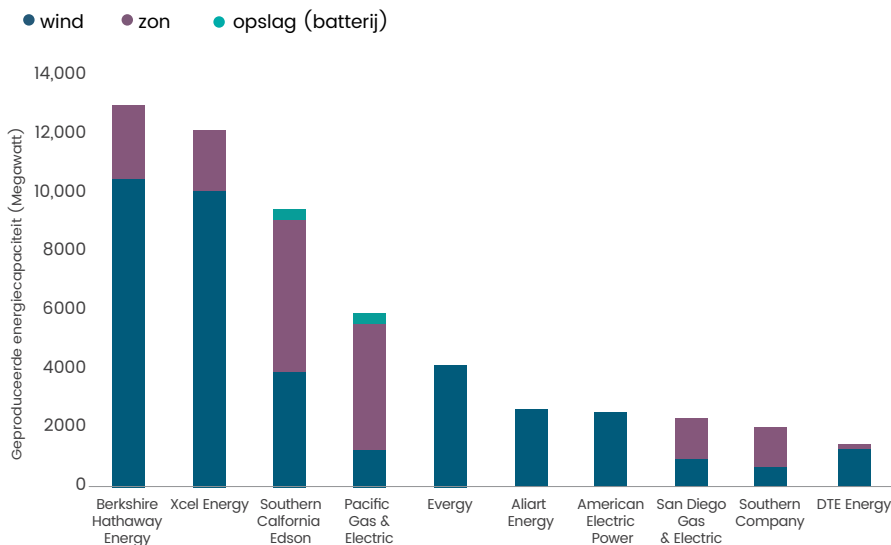
Foto: BHE's wind turbines Iowa, latimes.com





### Grafiek 6: Top van industrieleiders in hernieuwbare energie in de VS (2020)

Bron: Berkshire Hathaway Energy



#### *Digitaal sporennetwerk?*

Investeert u liever in een "digitaal sporennetwerk", maar met dezelfde competitieve voordelen? Dat kan met Visa en American Express. Analisten vergelijken deze betalingsbedrijven wel eens met een "digitaal sporennetwerk", dat (quasi) niet gekopieerd kan worden omwille van het sterke netwerkvoordeel. Derde partijen die betalingsapps ontwikkelen zijn afhankelijk van Visa en American Express en moeten over "de Visa of Mastercard/American Express sporen" rijden om hun betalingsystemen aan te bieden.

American Express blijft één van de grootste posities van Berkshire Hathaway (bezit ongeveer 20% van het bedrijf). De markt heeft een voorkeur voor Visa, zo blijkt uit de waardering: beleggers zijn bereid om 27 keer de verwachte winst voor dit jaar te betalen voor Visa en slechts 14 keer de winst voor American Express, dat kleiner is als Visa en een zwakkere marktpositie heeft buiten de VS.

#### *Rechtstreeks investeren in treinen?*

Dat kan. Hiervoor hoeven we niet naar Omaha (de thuishaven van Warren Buffett), maar vinden we inspiratie dichterbij huis. Het Duitse Siemens heeft in dit segment een sterke marktpositie. Het samenvoegen van de treinactiviteiten met die van Alstom werd geblokkeerd door de Europese Commissie, maar dat belet het bedrijf niet om te groeien. In principe zou dit segment moeten kunnen profiteren van de infrastructuurplannen die wereldwijd worden uitgerold. Wie investeert in Siemens moet er de andere activiteiten bij nemen (Siemens Infrastructure, Digital Industries en Siemens Healthineers), maar die zijn lang niet zo slecht. Het bedrijf heeft zich de voorbije jaren geheroriënteerd van een "asset heavy" naar een meer digitale business met focus op software en robotica. •

#### Disclaimer

Dit is een publicatie van Leo Stevens & Cie, een beursvennootschap vergund door de NBB (Nationale Bank van België).

Deze publicatie mag niet beschouwd worden als 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007. Het is een publicitaire mededeling. De wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden zijn hierop niet van toepassing. Eventuele aanbevelingen zijn niet onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te onderhandelen.

Deze publicatie mag niet als persoonlijk beleggingsadvies beschouwd worden. Leo Stevens & Cie kan niet garanderen dat de in de publicatie behandelde financiële instrumenten voor u geschikt zijn. Mocht u op basis van deze publicatie overgaan tot een financiële transactie, dan draagt u hier zelf de volledige verantwoordelijkheid voor. Beleggen in financiële instrumenten (zoals aandelen) kan grote risico's inhouden. Alvorens tot een transactie over te gaan, moet een belegger beschikken over de nodige ervaring en kennis om de eventuele risico's die gepaard gaan met de transactie ten volle in te schatten, in staat zijn om deze risico's te dragen waarbij beseft moet worden dat het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk verloren kan gaan.

Medewerkers van Leo Stevens & Cie kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument.

Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd geworden in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden.

De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Leo Stevens & Cie. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken.

# Leo Stevens

PUUR & PERSOONLIJK VERMOGENSBEHEER

## Leo Stevens Vermogensbeheer met een pure & persoonlijke missie

Leo Stevens begeleidt u in het beheer van uw vermogen als geen andere financiële instelling in België: puur en persoonlijk.

Schildersstraat 33  
2000 Antwerpen  
T +32 3 242 03 70  
F +32 3 242 03 89

BTW BE0404.496.829  
RPR Antwerpen  
info@leostevens.com  
www.leostevens.com

