

25 februari 2022



**Aberfeld**  
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

# INHOUD



- Spanningen rondom Oekraïne ..... 1**  
De angst nu Oekraïne is binnengevallen zorgt voor een ware verkoopgolf op de beurzen. Beleggers houden nou eenmaal niet van onzekerheden. Met als gevolg dat de verschillende indexen en de koersen dalen...



- Wij spelen een winnende wedstrijd met Nokia ..... 3**  
Het aandeel Nokia hebben wij al geruime tijd in portefeuille. Wij hebben dit aandeel aangekocht omdat Nokia een technologieconcern is dat een leidende positie heeft in de ontwikkeling en uitrol van het 5G-netwerk wereldwijd...



- Specialist aan het woord ..... 4**  
De jaarcijfers van alle bedrijven die de klanten van Aberfeld International in portefeuille hebben zijn inmiddels bekend. De cijfers die we de afgelopen weken voorbij zagen komen waren vrijwel allemaal positief...



- Goodyear in het oog van de storm als gevolg van gestegen grondstoffenprijzen ..... 5**  
De koers van het aandeel Goodyear kelderde op vrijdag 11 februari in één klap met 27,4%! Deze daling was de grootste daling op dagbasis sinds 19 oktober 1987, de dag die op Wall Street bekend staat als 'Black Monday'...



- Fagron lijkt terug op het goede pad ..... 9**  
De jaarcijfers van Fagron maakten duidelijk dat de farmaceutisch leverancier terug lijkt te zijn op het normale groeipad. Wij zien nog meer redenen om fan te blijven van het aandeel...

---

**Beleggen kent risico's. Uw inleg kan minder waard worden.**

---

*Indien u gebruik maakt van artikelen en opinies gepubliceerd door (medewerkers van) Aberfeld Vermogensbeheer in deze publicatie of elders dan gaat u akkoord met het feit dat u gebonden bent door de in onze disclaimer ([aberfeld.nl/disclaimer](http://aberfeld.nl/disclaimer)) omschreven voorwaarden.*

---

# Spanningen rondom Oekraïne

De angst nu Oekraïne is binnengevallen zorgt voor een ware verkoopgolf op de beurzen. Beleggers houden nou eenmaal niet van onzekerheden. Met als gevolg dat verschillende index- en aandelenkoersen daalden en de prijs voor een vat Brent olie behoorlijk is gestegen. De economische correctie op de beurs is al enige tijd gaande en daar kwam deze daling nog eens bij. De renteverhogingen nog daargelaten, deze zorgen verdwijnen momenteel in het licht van de invasie in Oekraïne naar de achtergrond.

**M**aar is die angst wel terecht? De angst voor oorlog natuurlijk wel! Echter wanneer we de statistieken erop nakijken, blijkt dat oorlogen helemaal niet zo slecht zijn voor de beurs. Het is niet de oorlog zelf, maar de enorme onzekerheid die eraan voorafgaat die voor koersdalingen zorgt. De kans op een oorlog zorgt voor een negatief sentiment op de beurs. Op het moment dat de langverwachte oorlog daadwerkelijk uitbreekt of de kans kleiner wordt, zien we dat de koersen weer gaan stijgen. Het blijkt eens te meer dat de belegger slecht gedijt bij onzekerheden en emotionele beslissingen neemt.

Kopen zodra de kanonnen beginnen te bulderen, ik hoor u denken, weer een cliché, maar ze zijn er niet voor niets. Als we ergens zeker van kunnen zijn dan is het dat oorlogen de waarde van geld aantasten. Geld is dan het laatste dat u wilt bezitten. De geschiedenis heeft ons geleerd dat gedurende de grote wereldoorlogen de rendementen behoorlijk kunnen oplopen. Maar ook bij lokale geopolitieke onrust blijkt dit de belegger geen windeieren te leggen. Beleggers zijn dan beter af wanneer hun geld is belegd in productieve activa, zoals bijvoorbeeld aandelen.



De geopolitieke spanningen vallen samen met het moment dat centrale banken alle zeilen moeten bijzetten om de inflatie te bestrijden. Deze cocktail van elementen gaat voor een beweeglijk jaar op de beurs zorgen. De centrale banken hebben de renteverhogingen aangekondigd en die zijn inmiddels in de aandelenkoersen geprijsd. En toch zien we beleggers twijfelen en noodsprongen maken. Juist dan is een baken in de branding van groot belang, een gedegen beleggingsbeleid op basis van fundamentele argumenten. Het is belangrijk om de economische ontwikkelingen en bedrijfscijfers van bedrijven te analyseren, zodat we een zuiver beeld krijgen van de kwaliteiten van de bedrijven. Uiteindelijk bepaalt dat of de koers van het aandeel verantwoord is.

De verstoringen in de aanvoerketen en de oplopende energieprijzen zie ik als tijdelijk. Bovendien zijn veel bedrijven prima in staat de hogere inkoopkosten door te berekenen aan de eindverbruiker. Met de loonkosten is dat wel lastiger, dit zal langer tijd nodig hebben om te stabiliseren. Hierdoor zal de inflatie aan de aanbodkant minder snel afvlakken, omdat er niet voldoende mensen zijn. Waar we wel bij stil moeten blijven staan is dat inflatie nodig is om de economie te laten groeien. Het zorgt immers voor meer vraag. De diensten- en de goederensector gaan hier baat bij hebben en positieve omzetontwikkelingen en groei laten zien. Door de bank genomen kunnen we zeggen dat de waarde- en dividendaandelen het de komende tijd beter doen. Wij blijven positief over aandelen, want door de (nog steeds) lage rente gecombineerd met de inflatie, is beleggen het enige alternatief.

Beleggen is een vak en doet u met een lange beleggingshorizon. Geopolitieke spanningen, inflatie en volatiele koersen horen daarbij. Daar moet u tegen kunnen.

Aberfeld belegt al vele jaren met succes voor haar klanten. We zorgen voor een goede spreiding in de

portefeuille om risico's te beperken, in een juiste verhouding tussen groei-, waarde- en dividendaandelen. Met ons maatwerk stellen we voor u een passende portefeuille samen en dat doen we op basis van een risicoprofiel die bij u past, waar u rust en rendement bij vindt. Graag maak ik met u een afspraak om u mee te nemen in de wereld van gedegen vermogensbeheer waarin u als klant centraal staat.

Hartelijke groet,

**Janette Buitenkamp**

## Aberfeld in Business Class

Zondag 27 februari rond de klok van half elf zal Janette Buitenkamp in het programma Business Class op RTL7 te zien zijn. Ze zal de visie van Aberfeld International geven en de kansen op de aandelenmarkt bespreken die wij zien.

**GEOPOLITIEKE ONRUST DRAAIT VAAK GUNSTIG UIT VOOR BELEGERS**

	Datum	Maximale daling S&P500*	1 maand later	12 maanden later
Hongaarse revolutie	okt 1956	-10,8%	-2,1%	<b>-11,7%</b>
Cubacrisis	okt 1962	-10,5%	+5,4%	<b>+27,8%</b>
Praagse Lente	jan 1968	-10,0%	-4,2%	<b>+8,4%</b>
Tet-offensief in Vietnam	jan 1968	-9,3%	-3,8%	<b>+10,4%</b>
Nixon-schok (einde convertibiliteit dollar in goud)	aug 1971	-9,4%	+4,3%	<b>+17,1%</b>
<b>Jom Kipoer-oorlog en eerste olieschok</b>	<b>okt 1973</b>	<b>-16,1%</b>	<b>-4,5%</b>	<b>-43,3%</b>
Iraanse revolutie en tweede olieschok	jan 1979	-6,3%	-0,8%	<b>+11,7%</b>
Sovjet-invasie Afghanistan	dec 1979	-10,9%	+5,5%	<b>+26,2%</b>
Bloedbad Tiananmenplein	juni 1989	-2,3%	-1,9%	<b>+12,9%</b>
Val Berlijnse Muur	nov 1989	-10,2%	+3,6%	<b>-6,8%</b>
Eerste Golfoorlog	aug 1990	-19,9%	-8,2%	<b>+10,2%</b>
Coup tegen Gorbatsjov	aug 1991	-3,6%	+3,0%	<b>+11,1%</b>
Aanslagen 9/11	sep 2001	-23,1%	+0,5%	<b>-16,8%</b>
Tweede Golfoorlog	maa 2003	-9,0%	+2,1%	<b>+26,7%</b>
Terreuraanslagen Madrid	maa 2004	-6,4%	+2,9%	<b>+8,4%</b>
Oranjerevolutie in Oekraïne	nov 2004	-1,7%	2,8%	<b>+7,1%</b>
Eerste nucleaire test Noord-Korea	okt 2006	-0,2%	2,1%	<b>+15,9%</b>
Faillissement Lehman Brothers	sep 2008	-44,7%	-23,9%	<b>-11,7%</b>
Europese schuldencrisis	jan 2010	-7,9%	-6,1%	<b>+12,1%</b>
Arabische Lente (aftreden Moebarak)	feb 2011	-5,4%	-1,9%	<b>+1,0%</b>
Crisis Amerikaans schuldenplafond	aug 2011	-19,3%	-6,4%	<b>+8,9%</b>
Russische invasie van Krim	feb 2014	-2,1%	-0,3%	<b>+13,5%</b>
Islamitische Staat (val van Mosoel)	jun 2014	-1,0%	+3,0%	<b>+8,7%</b>
Terreuraanslagen Parijs	nov 2015	-13,3%	-0,5%	<b>+7,0%</b>
Brexitreferendum	jun 2016	-5,6%	+2,9%	<b>+15,4%</b>
Verkiezingszege Donald Trump	nov 2016	-2,3%	+5,0%	<b>+21,3%</b>
Trump lanceert handelsoorlog	maa 2018	-10,1%	-1,4%	<b>+4,7%</b>
Amerikaanse sancties tegen Iran	mei 2019	-6,8%	-5,7%	<b>-3,0%</b>
Iraanse raketaanval op Saoedische olie	sep 2019	-4,6%	-1,4%	<b>+12,5%</b>
Russisch-Saoedische olieprijsenoorlog	maa 2020	-33,9%	-7,5%	<b>+28,6%</b>
<b>Gemiddelde</b>		<b>-10,6%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>+7,8%</b>

\*: verschil tussen piek en dal in periode 3 maanden vóór en na event  
Bron: Clocktower



# Wij spelen een winnende wedstrijd met Nokia

Het aandeel Nokia hebben wij al geruime tijd in portefeuille. Wij hebben dit aandeel aangekocht omdat Nokia een technologieconcern is dat een leidende positie heeft in de ontwikkeling en uitrol van het 5G-netwerk wereldwijd. De afgelopen jaren heeft Nokia daartoe haar bedrijf geherstructureerd en de resultaten daarvan werden in 2021 goed zichtbaar.

De omzet steeg in 2021 met 3% tot € 22 mrd en daarop werd een nettowinst gerealiseerd van € 2,1 mrd (€ 0,37 winst per aandeel). In 2022 verwacht Nokia haar marges en omzet verder te kunnen verbeteren. Voor 2022 verwacht Pekka Lundmark, CEO van Nokia, een verdere toename van de omzet met een marge die tussen de 11 en 13,5% ligt (is nu 9,5%). De kaspositie is in 2021 sterk verbeterd en daardoor is Nokia in staat om weer dividend te betalen en eigen aandelen in te kopen. Er wordt een dividend uitgekeerd van € 0,08 en er wordt voor € 600 mln aan aandelen ingekocht. Dit inkoopprogramma is op 11 februari gestart.

De positieve verwachting voor 2022 is slechts het begin. Het management van Nokia is zeer ambitieus. Er wordt zwaar geïnvesteerd in R&D en daardoor kunnen steeds meer producten en toepassingen gelanceerd worden die een veel hogere marge hebben. Het streven is om in 2023 een marge van 14% op de omzet te realiseren.

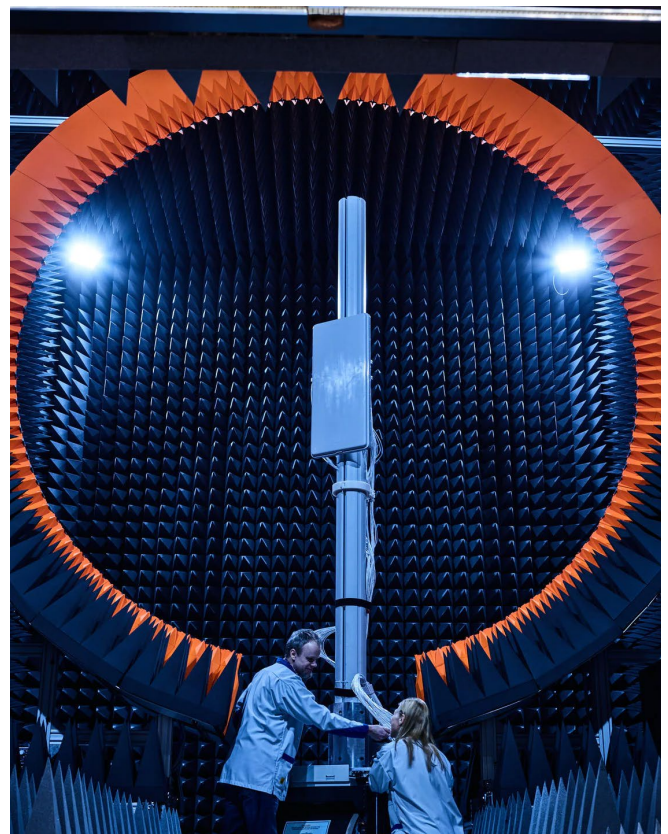
Sinds het begin van dit jaar zijn er al veel positieve berichten gepubliceerd. Zo kondigde Nokia aan dat ze samen met Tele2 een 5G-netwerk gaat implementeren in Estland, Letland en Litouwen. Italië heeft Nokia geselecteerd om de stabiliteit van het landelijke netwerkverkeer te realiseren. Op 25 januari werden grote projecten in India en Zuid-Korea aangekondigd en ook in Duitsland zijn grote contracten afgesloten.

Op 17 februari maakte Nokia een belangrijke samenwerking met Kyndryl (een afsplitsing van IBM) bekend. Het infrastructuurservicebedrijf Kyndryl heeft een deal gesloten met Nokia om fabrieken te helpen automatiseren door cloud computing en kunstmatige intelligentie in te zetten via draadloze netwerken. Hiermee krijgt Nokia toegang tot de 4000 zakelijke klanten van Kyndryl. Deze samenwerking met Kyndryl is een belangrijke stap voor Nokia. Het bedrijf kan hiermee aantonen dat ze een betrouwbare partner

is in het uitbouwen van veilige netwerken en op een veilig manier werken in de “cloud”. Nokia concurreert op dit terrein met Ericsson en Huawei. Dit laatste bedrijf wordt door veel bedrijven gemeden omdat men ervan uitgaat dat Huawei gegevens deelt met de Chinese overheid.

Dankzij de herstructurering is Nokia nu uitstekend gepositioneerd. De markt voor veilige 5G-netwerken is enorm en de implementatie hiervan staat pas aan het begin. Onze verwachting is dan ook dat Nokia de komende jaren een hele sterke groei gaat doormaken. Het aandeel is dan ook een belangrijke groei-component in onze portefeuilles.

Aberfeld International verwacht een winst per aandeel in 2022 van € 0,42 en ons koersdoel is € 7.



# Specialist aan het woord

De jaarcijfers van alle bedrijven die de klanten van Aberfeld International in portefeuille hebben zijn inmiddels bekend. De cijfers die we de afgelopen weken voorbij zagen komen waren vrijwel allemaal positief. Daarmee kunnen we in grote lijnen de koersstijging van 2021 verklaren. Het was een goed jaar voor bedrijven en we zagen dan ook recordwinsten bij Randstad, ArcelorMittal, Heineken, ASML enzovoort.

Ondanks die goede cijfers zijn de beurzen sinds 1 januari wereldwijd gedaald. De AEX-index opende het jaar op 802 maar eindigde de maand januari op 755, ruim 5% lager. Hetzelfde beeld zagen we ook in de VS. De toonaangevende S&P500 daalde met ruim 5% en de Technologie-index Nasdaq100 zelfs met ruim 10%.

Deze daling van de beurzen kunnen we verklaren door een toenemende onzekerheid. Beurskoersen komen voor een groot gedeelte tot stand door emoties. Angst en hebzucht blijvende de drijvende krachten achter de dagelijkse schommelingen en de factor angst is sinds het begin van 2022 in de markt gekomen. Angst voor stijgende rente als gevolg van de hoge inflatie en angst voor de verdere politieke ontwikkelingen in Oost-Europa en rondom Taiwan.

Beleggers vrezen dat door de politieke spanningen de energieprijzen hoog blijven en dat er ook problemen blijven bestaan in de toevoerketen. Hoge energierekeningen, tekorten in productiegoederen en hogere transportkosten zetten de winstgevendheid van bedrijven onder druk. Tel daarbij op een stijgende rente en u hebt een plaatje dat in principe niet goed is voor de aandelenmarkt.



Ondanks deze sombere opsomming verwachten wij bij Aberfeld International positieve resultaten te behalen met aandelen in 2022. Aandelen zijn namelijk door de flinke afwaardering in januari een stuk aantrekkelijker geprijsd. De gemiddelde koers/winstverhouding van de MSCI-wereld aandelenindex is gedaald naar 16. Deze waardering maakt aandelen aantrekkelijk, zeker als men ervan uitgaat dat de economische groei in 2022 verder stijgt.

Een andere factor die ons veel vertrouwen in aandelen geeft is de winstgevendheid van de bedrijven in 2021. De winsten die bedrijven in 2021 gemaakt hebben komen dit jaar voor een groot gedeelte terecht bij de aandeelhouders. Er worden flinke dividenden uitgekeerd en er zijn grote inkoopprogramma's aangekondigd. Aandeelhouders worden dus rijkelijk beloond en dat is een trend die wij ook voor de rest van het jaar verwachten.

Het is natuurlijk wel belangrijk om aandelen van de goede bedrijven te hebben. Bedrijven die ook in 2022 weer voldoende winstgevend zijn en een sterke kasstroom hebben zodat ze hun aandeelhouders goed kunnen belonen. Op die bedrijven focussen wij ons en dit zijn dan ook de aandelen waar wij in beleggen voor onze klanten.

Aberfeld International heeft een uitstekend team met veel kennis en ervaring. Wij hanteren een actief beleggingsbeleid waarbij we regelmatig een gedeelte van de portefeuille liquide houden om het marktrisico te verminderen en middelen te hebben om te anticiperen als er mooie beleggingskansen langskomen. Daarnaast maken wij geregeld gebruik van opties, defensief, of om een extra rendement te realiseren. Met onze unieke beleggingsstrategie verwachten wij ook in 2022 weer een goed resultaat te realiseren voor onze klanten.

Met vriendelijke groet,  
**André van Eerden**

# Goodyear in het oog van de storm als gevolg van gestegen grondstoffenprijzen

**Forse koersval biedt koopkans voor beleggers die kansen zien en kansen benutten**

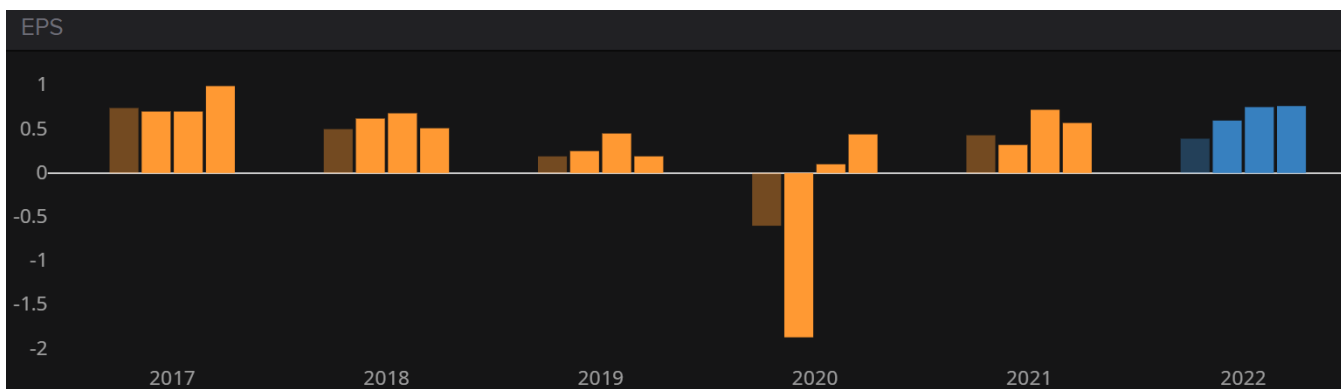
De koers van het aandeel Goodyear kelderde op vrijdag 11 februari in één klap met 27,4%! Deze daling was de grootste daling op dagbasis sinds 19 oktober 1987, de dag die op Wall Street bekend staat als 'Black Monday'. Een koersval van dergelijke omvang is een zeldzaamheid in de traditionele sector waarin Goodyear actief is; de bandensector. Daar komt nog bij dat Goodyear een wereldspeler is. Aanleiding was de publicatie van de jaarcijfers van het bedrijf. Goodyear stelde weliswaar niet teleur met de cijfers zelf, maar het venijn zat in de staart. De verwachtingen wat betreft het lopende boekjaar 2022 vielen namelijk tegen, vooral daar waar het de cash flow betreft. De free cash flow zou dit boekjaar rond break-even uitkomen wanneer de inflatiedruk zo blijft. Alleen al door deze uitspraak was het effect op het aandeel een koude douche op Wall Street. Maar dat die inflatiedruk zo hoog blijft, lijkt onwaarschijnlijk. JP Morgan gaat uit van een ongeveer gelijkblijvende winst per aandeel voor 2022. De kans is namelijk groot dat de cash flow zich in de loop van dit jaar zal herstellen wanneer de prijsdruk afneemt. In de analyse baseert het rapport zich vooral op de vooruitzichten die er niet zo slecht uitzien.

**N**aar de oorzaak van de tegenvallende verwachtingen hoeft niet lang worden gezocht; de gestegen grondstoffenprijzen spelen het bedrijf behoorlijk parten. Beleggers brachten een verkoopgolf van aandelen op gang, waarbij de beleggers tegen elke prijs probeerden hun aandelen te verkopen. J.P. Morgan-analist Ryan Brinkman reageerde in een rapport en vond dat dat een 'overreactie' was. De vooruitzichten voor de bandenfabrikant zien er op middellange termijn helemaal niet slecht uit, wat een koersherstel rechtvaardigt! Beleggers met visie, beleggers met geduld en beleggers die geloven dat Goodyear banden kan verkopen krijgen nu de kans om de aandelen Goodyear aan te schaffen tegen lage koersen waar een paar maanden terug nog over gedroomd werd.

## Profiel

Goodyear is één van 's werelds grootste bandenfabrikanten. Het heeft ongeveer 72.000 mensen in dienst en maakt zijn banden en andere producten in 57 fabrieken verspreid over 23 landen over de hele wereld. De twee innovatiecentra in Akron, Ohio, en Colmar-Berg, Luxemburg, streven naar de ontwikkeling van ultramoderne producten en diensten die toonaangevend zijn in de sector. Tot de merken in portefeuille behoren het welbekende Goodyear (dat al sinds het einde van de 19e eeuw een internationaal begrip is), evenals Kelly, Dunlop, Cooper, Debica, Sava, Fulda, Mastercraft, Roadmaster en nog heel wat andere merknamen.





Winst per aandeel Goodyear.

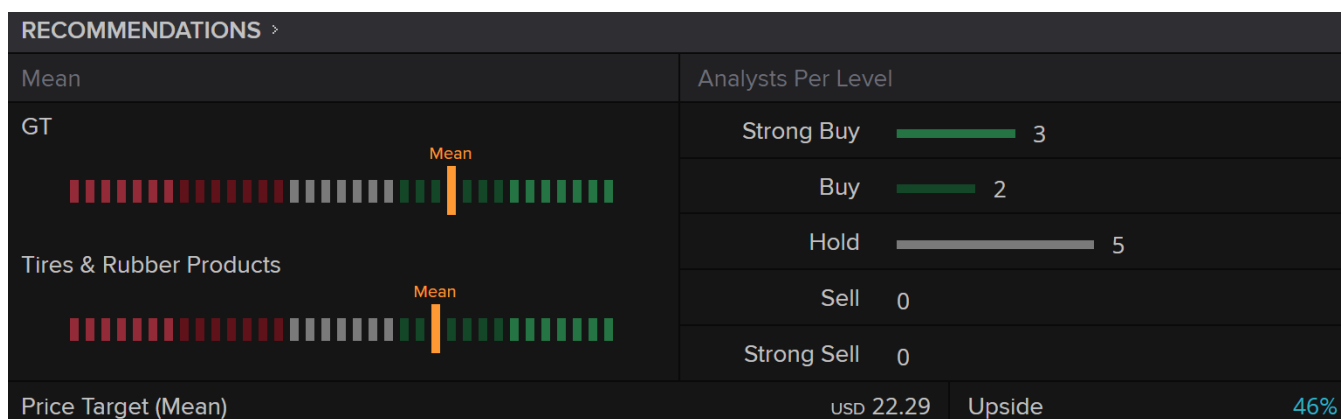
Het bedrijf maakt banden voor vrachtwagens, vliegtuigen, terreinwagens enzovoort. Daarnaast biedt het ook tal van andere rubberproducten aan en levert het onderhouds- en reparatiediensten voor auto's en commerciële vrachtwagens. Goodyear exploiteert ongeveer 1.000 verkooppunten, maar het bedrijf verkoopt zijn producten wereldwijd ook via een netwerk van onafhankelijke dealers, regionale distributeurs en detailhandelaren. De Goodyear Tire & Rubber Company werd opgericht in 1898 en heeft haar hoofdkantoor in Akron, Ohio.

## Cijfers

Goodyear Tire rapporteerde over het vierde kwartaal van 2021 een gecorrigeerde winst per aandeel van 57 cent, wat meer was dan de consensusverwachting van 27 cent. Bottom line steeg de winst met 29,5% ten opzichte van een jaar geleden, want toen bedroeg de winst per aandeel 44 cent. Hoge verkoopvolumes in alle segmenten ondersteunden de resultaten. Het bedrijf boekte een netto omzet van iets meer dan \$5 miljard, oftewel een stijging van 38,2% op jaarbasis. De hogere verkopen waren te danken aan de combinatie van hogere volumes, gunstige prijzen, hogere verkopen van andere activiteiten gerelateerd aan

banden en aan synergie-effecten als gevolg van de overname van Cooper Tire. Goodyear boekte de hoogste omzet in het vierde kwartaal in tien jaar. In het laatste kwartaal bedroeg het bandenvolume 48,6 miljoen eenheden, oftewel een stijging van 29% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Goodyear beschikte over geldmiddelen en kasequivalenten ter waarde van \$ 1,08 miljard op 31 december 2021 of een daling ten opzichte van de bijna \$ 1,54 miljard op 31 december 2020. Tijdens het vierde kwartaal van 2021 bedroegen de langlopende schulden en financiële leases \$ 6,64 miljard.

De gestegen grondstoffenkosten wegen, als het zo doorgaat, zwaar door op de verwachtingen voor het lopende boekjaar. "Zoals bij de meeste bedrijven heeft de inflatie invloed op meer dan alleen maar onze grondstoffenrekening", zei Richard Kramer, chief executive officer bij Goodyear Tire and Rubber Co. tijdens de conference call van het bedrijf op vrijdag 11 februari. Hij voegde eraan toe dat het bedrijf verwacht dat deze kostendruk de komende kwartalen kan aanhouden. Het is met name deze verwachting die de bodem onder de koers van het aandeel wegsloeg. De maakprijs van een band heeft voor



Aanbevelingen van derden voor Goodyear.





Koersverloop Goodyear over de afgelopen 12 maanden.

47% te maken met de prijs voor grondstoffen. Om het nog wat duidelijker te maken: het is een feit dat 67% van deze grondstoffenkosten beïnvloed wordt door de energiekosten. Die energiekosten herstelden zich in januari na een daling een maand eerder, met een stijging vorige maand van 2,5%. Het ziet er niet naar uit dat energie op korte- of middellange termijn goedkoper zal worden, zodat ook de producentenprijzen hoog zullen blijven. Exclusief de volatiele voedings- en energiecomponenten steeg de zogeheten kern-PPI met 0,8% ten opzichte van een maand eerder en was deze 8,3% hoger dan een jaar geleden. De producentenprijzen zullen op basis van dit percentage nog een geruime tijd een probleem blijven. Iets waar ook Goodyear mee zal moeten leren leven.

## Conclusie

Opmerkelijk was dat Goodyear betere dan verwachte resultaten over het vierde kwartaal van 2021 rapporteerde. Maar zoals ook bij andere bedrijven is in dit geval de inflatie een grote boosdoener. Bij de conference call in februari van Goodyear kregen de

analisten te horen dat voor het lopende boekjaar slechts een break-even wordt verwacht wat betreft de cash flow. Wanneer dat echt zo zal zijn dan is dat inderdaad een ontgoocheling, want analisten hadden gerekend op een cash flow in een range van \$ 400 tot \$ 450 miljoen. Wat is er dan misgelopen? We hadden verwacht dat Goodyear beter dan de traditionele autotoeleveranciers de supply chain-kosten had kunnen doorberekenen, wat dus niet het geval blijkt. De investeringscase voor dit aandeel lijkt eerder vertraagd dan veranderd, waarbij het dus meer tijd zal kosten om de grondstoffeninflatie door te rekenen. Uiteindelijk is dit niet het probleem van Goodyear maar een wereldwijd probleem; een probleem waar ook andere bedrijven mee worstelen. Elke bandenproducent heeft dit probleem. Het verleden leert echter dat het verrekenen van gestegen kosten meestal wel gaat lukken. De recente prijsstijgingen waren bijzonder heftig, wat verklaart waarom het management van Goodyear in feite wat meer geduld vroeg; geduld dat beleggers op Wall Street blijkbaar niet konden opbrengen.

De vooruitzichten voor het bedrijf zien er op langere termijn niet zo slecht uit. Er zijn verschillende trends in de bandenindustrie waarvan Goodyear kan profiteren, waaronder het herstel van de vervangingsvolumes. Nu de situatie op de automarkt na de pandemie normaliseert, gaan we meer rijden en meer banden slijten. Op lange termijn zou Goodyear ook moeten profiteren van de structureel hogere vraag naar banden met een hoger technologisch gehalte, zoals banden met een hoge toegevoegde waarde (HVA) voor





elektrische voertuigen, gezien de strengere emissienormen in China en Europa.

Wanneer de inflatiedruk wat afneemt en Goodyear wel één en ander door kan berekenen aan de afnemers is het aandeel op basis van de verwachte winst voor 2022 zonder meer een koopje. De verwachte koers-winstverhouding is dan ongeveer 8. Zoals gezegd is belangrijk voor het bedrijf (en voor de resultaten uiteraard) dat de druk van de gestegen grondstoffenkosten wegvalt. Wanneer dit effectief gebeurt, sluiten we niet uit dat het management in de loop van 2022 de verwachtingen wat betreft de cash flow naar boven aanpast en dan krijgt het aandeel vleugels. Voor beleggers in het aandeel Goodyear is het dus belangrijk om de evolutie van de inflatie, en dan op de eerste plaats de producenteninflatie of PPI, in de gaten te houden. Garanderen dat die inflatie een halt toegeroepen zal worden kan niemand. Aberfeld heeft het volste vertrouwen in het management die alles in het werk zal stellen om het verloren vertrouwen van de beleggers terug te winnen. En laten we gewoon als gezonde beleggers denken. Wanneer de inflatiedruk in 2022 wel trager loopt dan we wensen dan zal het in 2023 zeker lukken om een en ander in de verkoopprijs te verwerken. Valt dan de inflatie-

druk weg dan snijdt het mes aan twee kanten. Er gaat geen bel op de beurs die aangeeft dat het dieptepunt van een aandeel bereikt is. Wat we wel concluderen is dat het aandeel op een dieptepunt staat en we niet de enigen zijn die er zo over denken. Tegen deze achtergrond geven we het aandeel Goodyear een stevig koopadvies.

### Fundamentele gegevens

Winst per aandeel 2021:	\$ 2,08
Tax. winst per aandeel 2022:	\$ 2,10
Tax. winst per aandeel 2023:	\$ 2,70
Koers-winstverhouding 2021:	8
Koers Goodyear:	\$ 16,01
ISIN code:	US3825501014
Tickersymbool:	GT
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	\$ 24,89
Koers laag afgelopen 12 maanden:	\$ 13,45
Dividend:	-
Aantal aandelen:	281 miljoen stuks
Marktkapitalisatie:	\$ 4,50 miljard
Sector:	Banden
Return on assets:	3,17%
Return on equity:	18,48%

# Fagron lijkt terug op het goede pad

De jaarcijfers van Fagron maakten duidelijk dat de farmaceutisch leverancier terug lijkt te zijn op het normale groeipad. Aberfeld ziet nog meer redenen om fan te blijven van het aandeel.

Fagron heeft een moeizaam jaar achter de rug. De omzet over heel 2021 groeide met slechts 3,2% tot €573,8 miljoen, wat vooral was te wijten aan een omzetzakking in Europa van 4,6% tot €255,1 miljoen. In Europa nam de vraag naar covid-19-gerelateerde producten over heel 2021 fors af, maar aan het einde van het jaar was er wel sprake van een licht herstel. Fagron had verder te maken met hogere kosten voor transport, verpakkingsmateriaal en grondstoffen, wat er mede toe leidde dat de winst met 4,5% afnam tot €118,3 miljoen. Uiteindelijk resteerde er een winst per aandeel van €0,84, wat een stijging was van 2,2% ten opzichte van 2020. De operationele kasstroom daalde met 15,6% tot 78,4 miljoen. Fagron heeft voorgesteld om over 2021 een dividend uit te keren van €0,20 per aandeel. Een jaar eerder was dit nog €0,18.

Ondanks de moeilijke marktomstandigheden is Fagron optimistisch over 2022 en rekt het op een omzetgroei en een verbetering van de winstgevendheid in zowel Noord-Amerika, Latijns-Amerika als Europa. De groei wil Fagron onder meer realiseren via overnames in met name Europa en Noord-Amerika.

## Overnamepad

Fagron was de afgelopen periode op overnamepad. Begin februari werd het Amerikaanse Letco Medical, dat farmaceutische grondstoffen, benodigdheden en apparatuur voor magistrale bereidingen levert, voor \$34 miljoen overgenomen. Over het afgelopen jaar boekte Letco een omzet van ongeveer \$40 miljoen en het behaalde een ebitda-marge van 11%. Fagron heeft de aankoop uit eigen middelen gefinancierd. Zo werd 80% van de contract manufacturing divisie verkocht voor \$6 miljoen, een bedrag dat door het behalen van bepaalde mijlpalen met nog eens \$4 miljoen kan oplopen. Verder werd een bestaande kredietfaciliteit ter grootte van €375 miljoen met €105 miljoen vergroot. Ook werd in februari het Belgische Pharma-Pack ingelijfd, een leverancier van verpakkingsmaterialen en laboratoriumbenodigdheden. Ten slotte nam Fagron in februari een belang van 20% in HeW Pharma, een Belgische producent van farmaceutische grondstoffen.

## Geographical breakdown

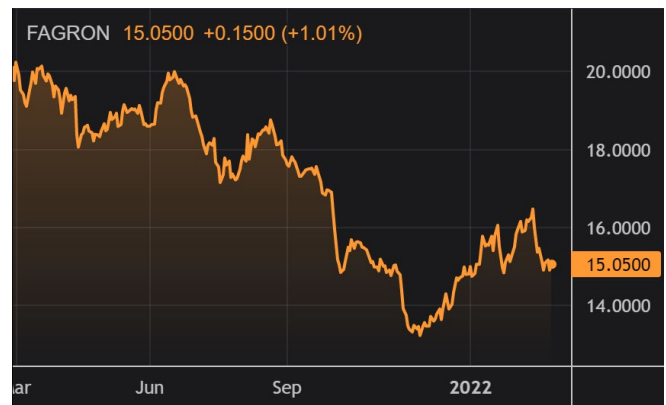


De omzetzakking in Europa werd onvoldoende gecompenseerd door Noord- en Zuid-Amerika. Bron: Fagron.



## Conclusie

Aberfeld is al enige tijd fan van Fagron en in november waren we van mening dat de koersdaling een uitstekend instapmoment bood. Sindsdien is de koers met 20% opgelopen. Ook na deze koersstijging vinden wij Fagron nog steeds koopwaardig, want het aandeel wordt momenteel ongeveer 20% onder zijn fair value verhandeld. Naar verwachting zal dit jaar zowel de omzet als de winst aantrekken en is het bemoedigend dat de Europese activiteiten herstellen. Gerichte overnames kunnen de marktpositie van Fagron verder versterken. Wij zouden een koersdaling aangrijpen om meer aandelen Fagron in te slaan.



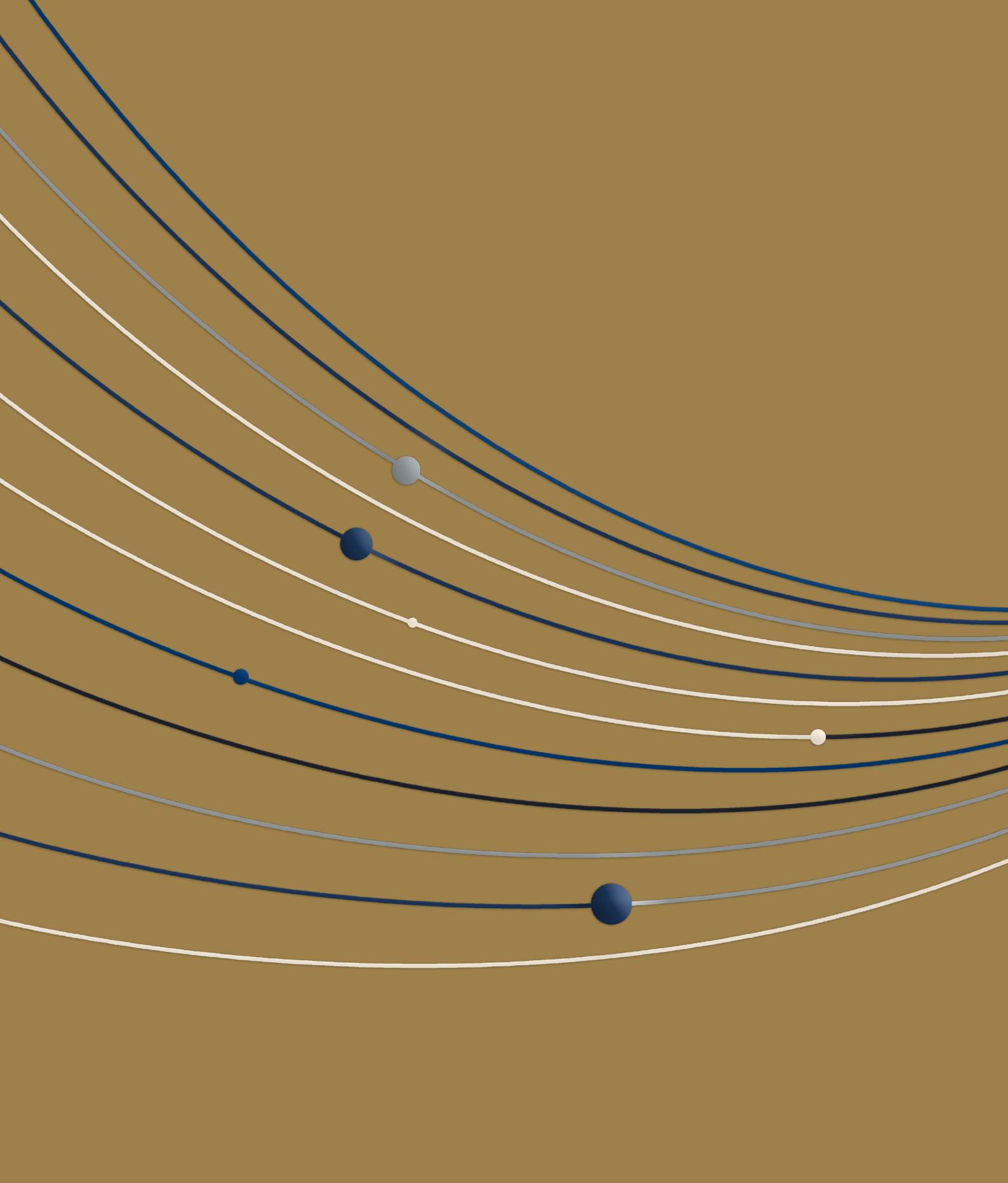
Koersverloop Fagron over de afgelopen 12 maanden.



### Fundamentele kenmerken Fagron

ISIN-code:	BE0003874915
Ticker:	FAGR
Sector:	Farmacie
Beurs:	Brussel
Marktkapitalisatie:	€1,17 miljard
Vrij verhandelde aandelen:	69,215 miljoen
Aantal uitstaande aandelen:	72,857 miljoen
Koers 16 februari:	€15,36
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€21,56
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€13,11
Koers-winstverhouding:	19,1
Dividendrendement:	0,9%





Aberfeld Asset Management B.V.  
Wilhelminapark 17-G  
2012 KB Haarlem

T: +31 203 050 540  
E: [info@aberfeld.nl](mailto:info@aberfeld.nl)  
W: [www.aberfeld.nl](http://www.aberfeld.nl)