

9 december 2022



Aberfeld
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

INHOUD



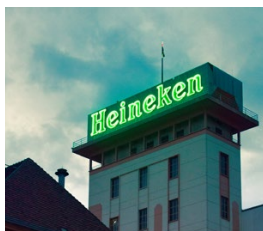
In de hoofdrol: bevestiging van de dalende inflatie 1

Het heeft tijd gekost, maar de markt heeft zich eindelijk verenigd rond het idee dat de inflatie niet heter zal worden en uiteindelijk zou kunnen terugvallen tot een niveau dat acceptabeler is voor de Fed. Powell, de Fed-voorman, wakkerde de kooplust bij beleggers flink aan..



Albertsons en Kroger willen krachten bundelen, maar de antitrust wetgevers hebben hun bedenkingen 3

Op 14 oktober kondigde Albertsons Companies aan een 'Agreement and plan of Merger' met Kroger te hebben ondertekend, wat er in feite op zou neerkomen dat Albertsons zou worden overgenomen door de branchegenoot Kroger...



Het glas is halfvol bij Heineken 6

Heineken organiseerde recent haar Capital Markets Day, maar voorafgaand aan deze dag had de groep zijn financiële doelen al bevestigd. Heineken bevestigde en preciseerde zijn financiële doelen voorafgaand aan de beleggersdagen...



Wij zijn alert op de beurs maar vol energie en vertrouwen, onze inzet bij het beheren van uw vermogen 8

We zijn in de laatste maand van 2022 beland. Het was voor veel beleggers een rollercoaster dit beleggingsjaar. Vanaf de eerste dagen in 2022 begonnen de beurzen aan een duikvlucht en in maart waren de meeste indices al 16% gedaald...



Randstad, topper binnen de mondiale uitzendbranche 10

Randstad blijft met een hoge autonome omzetgroei, gezonde kasstromen en bovenal zeer hoge dividenden in positieve zin verbazen. Het concern lijkt ook marktaandeel te winnen van de twee andere giganten Adecco en Manpower...



Succesvolle emissie stelt groeipad Lloyd Fonds AG veilig 13

Lloyd Fonds AG is een in Duitsland gevestigd bedrijf dat actief is in de financiële sector en dan met name in het vermogensbeheer. In tegenstelling tot andere spelers in de sector focust Lloyd Fond zich op de meer specifieke domeinen zoals de scheepvaart- en vastgoedsector...

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) omschreven voorwaarden.

In de hoofdrol: bevestiging van de dalende inflatie

Het heeft tijd gekost, maar de markt heeft zich eindelijk verenigd rond het idee dat de inflatie niet heter zal worden en uiteindelijk zou kunnen terugvallen tot een niveau dat acceptabeler is voor de Fed. Powell, de Fed-voorman, wakkerde de kooplust bij beleggers flink aan met zijn voornemen om na de recente renteverhogingen zijn voet wat van het gaspedaal te halen en dat eventuele toekomstige renteverhogingen geen 0,75% maar 0,50% zouden kunnen zijn. Met veel omhaal van woorden, waarbij het om vriezen en dooien ging, ventileerden analisten wel uit zijn verhaal dat het einde van de rentestijgingen medio 2023/2024 zelfs weer tot verlagingen konden leiden. Vooral de Tech-fondsen kregen een flink steun in de rug van de afgenomen rentevrees.

De financiële markten beginnen de vertraging van de inflatie en de minder agressieve renteverhogingen al te weerspiegelen. De rente op de tweejaars Treasuries, welke het verloop van de kortetermijnrente het beste volgt, is gedaald met bijna een half procent naar 4,278%. De kans op een nieuwe renteverhoging van driekwart punt tijdens de vergadering van de Fed in december is gedaald tot 25%, van 40% een maand geleden. De aandelen zochten in rap tempo hogere koersen, maar het Amerikaanse banenrapport gooide nadien roet in het eten.

De grotere banengroei in november in de VS kreeg een bedrukt ontvangst vanwege de vrees dat de Federal Reserve hiermee weer munitie krijgt om de rente extra op te voeren in de strijd tegen de inflatie. De banengroei wijst er wel op dat het erop lijkt dat een mogelijke recessie in de VS minder diep zal zijn. Aberfeld blijft het positief inzien voor aandelen. Uiteindelijk, vroeg of laat, gaat de rente (weer) zakken omdat het “gratis geld” met name in Europa een noodzaak is geworden om de zuidelijke landen overeind te houden binnen het Europese stelsel.

Door de daling van de obligatierente en de inflatie is het sombere beeld op de markten gekanteld. Zeker richting het einde van het jaar zien we beleggers, die lange tijd sceptischer waren over aandelen, toch instappen uit angst om de boot te missen. Bovendien zal, als de daling van de inflatie daadwerkelijke doorzet, ook de druk op de centrale bankiers wegvallen. Daardoor hoeven ze minder streng in te grijpen en kunnen ze de rentetegels laten vieren.

Zolang de consument blijft besteden, dankzij de banen die er





Jerome Powell, voorzitter van de Federal Reserve.

nog zijn, zou de voorspelde recessie wel eens mee kunnen vallen. Iets dat lucht geeft aan de aandelenkoersen, waardoor de markten voor nu in rustiger vaarwater terecht zijn gekomen. Of we in december op de aandelenmarkten nog een eindsprint krijgen zou een leuke kers op de taart zijn, maar uiteindelijk telt het einddoel waar we met onze langetermijnvisie naar toe willen.

Het is van belang om te zorgen voor een goede balans tussen aanval en verdediging. Niet alleen willen scoren, maar ook de defensie op orde hebben voor de lange termijn. Het risico voor de markten is een

groeivertraging waardoor er een winstrecessie, een periode met dalende winsten, voor bedrijven dreigt.

Beleggen is vooruitkijken en op weg naar 2023 verwacht ik dat dividendstrategieën het beter zullen doen in een omgeving van tragere groei of recessie. Aberfeld hanteert een beheerstrategie waarin we bedrijven goed op fundamentele factoren screenen. Denk daarbij aan een goede vrije kasstroom die de hoge dividenduitkeringen ondersteunen, of dat bedrijven over genoeg pricing power beschikken om de hogere kosten door te berekenen en deze ook kunnen handhaven. Wij beleggen hoofdzakelijk in goede degelijke bedrijven, bedrijven die over solide balansen beschikken en die bij economische tegenwind weerstand kunnen bieden. Uw portefeuille moet zorgen voor rust en rendement. Hoe wij dat doen? Belt u mij maar.

Ik wens u fijne feestdagen en een gezegend 2023.

**Hartelijke groet,
Janette Buitenkamp**



Albertsons en Kroger willen krachten bundelen, maar de antitrust wetgevers hebben hun bedenkingen...

Aandeelhouders Albertsons hebben zo hun twijfels over het welslagen van de overname, maar wij zien de lage koers als een kans.

Op 14 oktober kondigde Albertsons Companies aan een 'Agreement and plan of Merger' met Kroger te hebben ondertekend, wat er in feite op zou neerkomen dat Albertsons zou worden overgenomen door de branchegenoot Kroger. De fusiegroep zou de 2.723 winkels van Kroger combineren met de 2.273 winkels van Albertsons en een nationale Amerikaanse supermarktreus creëren die in 48 staten actief is. Een operatie van dergelijke omvang wordt uiteraard scherp in de gaten gehouden door de antitrust autoriteiten en de toestemming voor de operatie is vooralsnog niet gegeven. Kroger verwacht dat het 100 tot 375 winkels zal moeten afstoten om uiteindelijk goedkeuring van de deal te krijgen. Volgens specialisten zou dat aantal echter kunnen oplopen tot 650 of zelfs nog (veel) meer. Als de deal wordt goedgekeurd, kan dit uiteraard verstrekkende gevolgen hebben voor de sector.

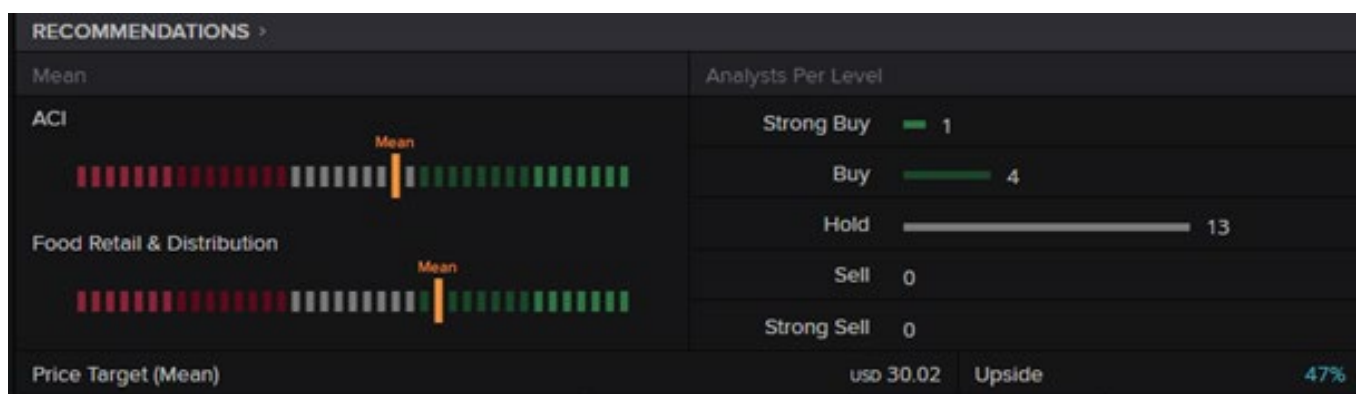
In eerste instantie is de aandacht nu gefocust op de mogelijke uitkering van het speciaal dividend ter waarde van \$ 4 miljard bij Albertsons. Maar ook dat dividend is het onderwerp van een juridisch onderzoek. Mocht Albertsons het dividend wel uitkeren dan hebben beleggers die de aandelen nu kopen daar niets aan. Alleen beleggers die de aandelen al sinds 24 oktober 2022 in bezit hebben ontvangen het geld. Inmiddels is de koers vanaf deze datum meer gedaald dan het dividend, dus voor de kopers van de aandelen Albertsons vandaag dus "lood om oud ijzer." Wordt de deal juridische afgeblazen, dan blijft het

geld in de kas en zijn de beleggers van vandaag in het aandeel spekkoper. Of de deal nu staat of valt; Aberfeld hanteert een koopadvies voor het aandeel Albertsons.

Profiel

Albertsons Companies is actief in de distributiesector en dan vooral binnen de exploitatie van voeding en drogisterijen in de Verenigde Staten. In de rekken van de winkels van het bedrijf liggen kruidenierswaren, gezondheids- en schoonheidsproducten enzovoort, maar het bedrijf verkoopt onder andere ook brandstof. Op 26 februari 2022 exploiteerde

het 2.273 winkels onder verschillende uithangborden, waaronder Albertsons zelf, Safeway, Vons, Pavilions, Randalls, Tom Thumb, Carrs, Jewel-Osco, Acme, Shaw's, Star Market, United Supermarkets, Market Street, Haggen, Kings Food Markets en Balducci's Food Lovers Market. Het bedrijf wordt goed geleid, maar er is ruimte voor verbetering. Tegen die achtergrond moet het bod van Kroger worden bekeken. De omzet en EBITDA per vierkante meter winkeloppervlakte bij Albertsons liggen aanzienlijk lager dan bij Kroger, aangezien het bedrijf in het verleden simpelweg veel minder in zijn activa heeft geïnvesteerd.



De adviezen zijn positief, maar de koers lijkt de adem in te houden.



We zijn ervan overtuigd dat wanneer de overname van Kroger slaagt deze zal proberen de omzet en de winstgevendheid van de overgenomen winkels van Albertsons op het niveau van de eigen activiteiten te brengen. Dat geeft nu al een latente meerwaarde. Ook wat betreft de prijszetting, toch een belangrijke factor naar de consumenten toe, verwijst Kroger naar zijn lange staat van dienst wat betreft investeringen in lagere prijzen na eerdere fusies en overnames. Het verleden bewijst dat deze distributiegroep in staat was om lage prijzen te combineren met het behoud van sterke financiële prestaties. Het bedrijf wees als voorbeeld daartoe op de recente fusie met Harris Teeter. "We zijn van plan voort te bouwen op dit track-record na onze voorgestelde fusie met Albertsons en zijn vastbesloten om \$ 500 miljoen te investeren om de prijzen te verlagen en \$ 1,3 miljard om de klantervaring te verbeteren", zo verklaarde het bedrijf in een toelichting op het overnamebod. Plat gezegd, Kroger staat te popelen om de locatie te verbeteren en uit te bouwen en heeft bewezen dit te kunnen.

Cijfers

Albertsons Companies boekte een winst van 72 cent per aandeel over het tweede kwartaal van het boekjaar 2022-2023, waarmee de verwachtingen van de analisten ruimschoots werden overtroffen. De consensusverwachting lag op een winst per aandeel van slechts 63 cent. Het bedrijfsresultaat verbeterde met 12,5% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. De omzet bedroeg bijna \$ 18 miljard, een stijging van 8,6% op jaarbasis waarmee de prognoses eens te meer werden overtroffen. De vergelijkbare verkopen stegen met 7,4% en daarnaast leverden ook hogere brandstofverkopen een bijdrage aan de omzetsijging. Er was slechts gerekend op een stijging van de vergelijkbare verkopen met 5,2%. De brutowinst be-

droeg meer dan \$ 5 miljard, een stijging van 6,1% op jaarbasis. De brutomarge kromp echter met 70 basispunten tot 27,9%. Die krimp was hoofdzakelijk het gevolg van hogere product- en supply chain-kosten, iets waar zowat alle bedrijven mee af te rekenen kregen. De digitale verkopen stegen in het kwartaal met 36% op jaarbasis. Op basis van de fundamentele gegevens valt er op deze distributiegroep dus niets op te merken. Met andere woorden: de recente cijfers zijn zeker niet verantwoordelijk voor de tegenvallende evolutie van de beurskoers die ook ruim onder het beoogde overnamebod ligt.

Pro's

- De koers is te zwaar afgestraft na het bericht over de fusie met Kroger;
- Superdividend kan, mits goedgekeurd, extra aantrekkingskracht bieden;
- Uiteindelijk zouden ook de klanten beter worden van de fusie vanwege (belofde) lagere prijzen.

Contra's

- De uitbetaling van \$ 4 miljard aan de aandeelhouders stuit op heel wat verzet;
- Niet iedereen is er van overtuigd dat de fusie in het voordeel van de consumenten zal zijn;
- Het achterblijven van de beurskoers bewijst dat ook de aandeelhouders eerder voorzichtig blijven.

Conclusie

De beleggers op Wall Street nemen voor wat dit aandeel betreft een afwachtende houding aan en of de redenen daarvoor houtsnijden is uiteraard moeilijk in te schatten. Op basis van een overnameprijs van \$ 27,25 per aandeel, of \$ 34,10 wanneer rekening

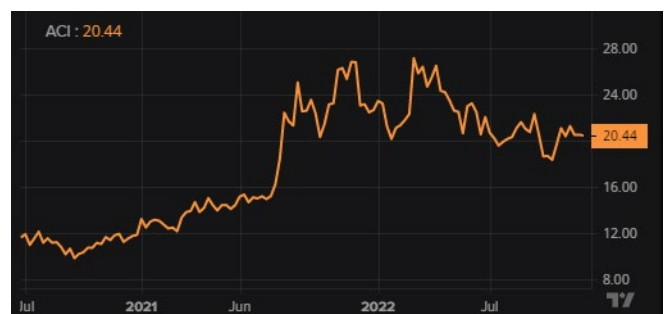
wordt gehouden met het speciaal dividend van \$ 6,85, is het geloof van de beleggers in het slagen van de overname relatief klein, anders stond er wel een betere beurskoers dan de huidige \$ 20,62. Maar wij gaan ervan uit dat de juristen van beide bedrijven voorafgaand aan het uitbrengen van het bod de zaak grondig hebben bestudeerd en daarentegen dus wel redelijk zeker zijn van de slagingskansen ervan. Alles draait nu om het feit hoeveel water er bij de wijn gedaan moet worden om groen licht voor de fusie te krijgen. Een bijkomende handicap die zal moeten worden overwonnen, is de publieke opinie in de VS. Volgens een nieuw rapport van Accountable.US, een liberale consumentengroepering, hebben de voedingsbedrijven tijdens de pandemie recordwinsten behaald dankzij hun vermogen om prijzen te verhogen. Dat deden ook Kroger en Albertsons, terwijl ze daarbij niet vergaten om de aandeelhouders royaal te belonen, iets wat de arme Amerikanen natuurlijk een doorn in het oog was. Maar liefst 42 miljoen Amerikanen zeiden in januari 2022 dat ze het zich niet konden veroorloven om genoeg voedsel te kopen, dit volgens de Household Pulse Survey van het Census Bureau, en dat aantal zal sindsdien zeker niet zijn afgenomen. De beide betrokken partijen hoeven van de kant van de overheid dus niet op cadeautjes te rekenen. Dat hebben ze ook niet nodig lijkt ons, maar dat ten overvloede.

Mogen de aandeelhouders van Albertsons dan wel op een cadeautje rekenen in de vorm van dat superdividend van maximaal \$ 4 miljard? Dat zal in ieder geval met vertraging uitbetaald gaan worden, want het was gepland dat de uitbetaling op 7 november 2022 zou gebeuren. Juridische procedures hebben echter stokken in de wielen gestoken. De procureur-generaal van de staat Washington, Bob Ferguson, heeft een rechtszaak aangespannen bij de staatsrechtbank en dat deden ook zijn collega's uit Californië, Illinois en het District of Columbia Albertsons. Zij vragen dat de dividendbetaling grondig onderzocht zou worden. Albertsons verklaarde in een eerste reactie dat de rechtszaken ongegrond zijn, maar zal toch de toezichthouders moeten overtuigen dat de fusie de concurrentie op de markt niet zal schaden. Maar blijkbaar kunnen we aan de lage koers aflezen dat ook de beurs van Wall Street zijn twijfels heeft. Het aandeel van Albertson is met bijna 40% gedaald sinds 1 januari van dit jaar, wat duidt op scepsis onder investeerders dat de deal succesvol kan worden afgerond. Komt die er toch, dan hangt alles af van de

voorwaarden die beide bedrijven worden opgelegd. Maar Aberfeld gaat er van uit dat de aandeelhouders er hoe dan ook niet slechter uit zullen komen. Als de deal uiteindelijk niet doorgaat, zijn we op fundamentele basis positief over het aandeel. De kwaliteit van de cijfers spreekt in dat verband voor zichzelf. Fundamenteel is Albertsons een gezond bedrijf dat ten opzichte van branchegeenoten als Walmart en andere goedkoop gewaardeerd staat. Om een lang verhaal kort te maken: we geloven dat de overname in een weliswaar aangepaste vorm zal plaatsvinden, maar zelfs als dat niet het geval is verdient het aandeel op de huidige koersniveaus een koopadvies. Nogal wat speculanten zijn short gegaan op het bericht van het overnamebod, wetende dat er juridische problemen op komst waren. Het wegvallen van deze overhang van de shorters alleen al kan de koers van het aandeel Albertsons hoger zetten. Wij stappen in het strijdtoneel en geven een koopadvies.

Fundamentele kenmerken Albertsons

Winst per aandeel 2021-2022:	\$ 3,07
Tax. winst per aandeel 2022-2023:	\$ 3,01
Tax. winst per aandeel 2023-2024:	\$ 2,93
Koers-winstverhouding 2021-2022:	6,70
Koers Albertsons:	\$ 20,60
ISIN code:	US0130911037
Tickersymbool:	ACI
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	\$ 37,99
Koers laag afgelopen 12 maanden:	\$ 20,05
Dividend:	\$ 0,48 (exclusief superdividend)
Dividendrendement:	2,34%
Aantal aandelen:	535 miljoen stuks
Marktkapitalisatie:	\$ 11,84 miljard
Sector:	distributie
Return on assets:	2,27%
Return on equity:	3,42%



Koersverloop Albertsons Companies.

Het glas is halfvol bij Heineken

Heineken organiseerde recent haar Capital Markets Day, maar voorafgaand aan deze dag had de groep zijn financiële doelen al bevestigd. Heineken bevestigde en preciseerde zijn financiële doelen voorafgaand aan de beleggersdagen. Voor dit jaar rekent Heineken nog steeds op een stabiele operationele winstmarge die zelfs licht hoger uit zou kunnen komen dan vorig jaar, terwijl de operationele winst ruim boven die van 2019 uitkomt.

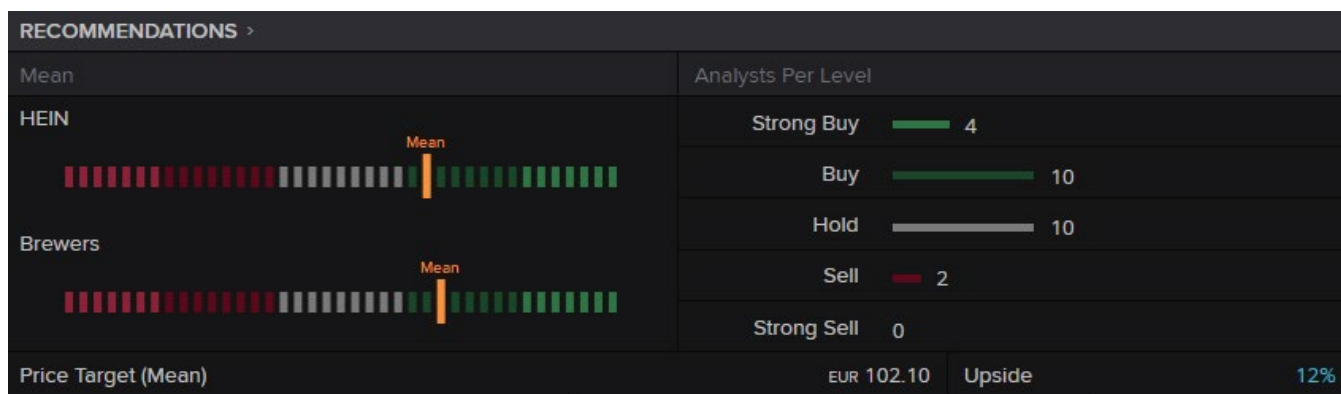
Voor volgend jaar blijft Heineken mikken op een autonome groei van de operationele winst met 5 tot 10%, als er geen sprake is van onvoorziene economische of geopolitieke tegenslag. Nu het mondiale economische klimaat uitdagender is geworden en het consumentenvertrouwen in ontwikkelde markten is gedaald, verwacht Heineken voor 2023 een volume dat stabiel is of mogelijk licht groeit. Een daling in Europa zal gepaard gaan met groei in de opkomende markten. Het lijkt er dus op dat Heineken verwacht dat de geografische spreiding de resultaten in positieve zin stabiliseert.

Daarnaast wordt het merendeel van de stijgende grondstoffenkosten gecompenseerd door prijsverhogingen, afhankelijk van de situatie op de lokale markten. Heineken rekent op een toename van de grondstoffenkosten tot 20% per hectoliter en aanzienlijk hogere energiekosten, met name in Europa. De brouwer wil de kostenbesparingen in Europa daarom verder opvoeren en zijn doelstelling om de kosten van 2019 met €2 miljard terug te dringen, overtreffen. Dat betekent dat de operationele winst minder sterk zal groeien dan de autonome omzet, wat op de middellange termijn weer omgekeerd moet zijn. Dat kan worden bereikt door de productiviteit steeds met €400 miljoen per jaar te verhogen. ABM Financial News meldde daarnaast dat Heineken zijn kapitaal efficiënter wil aanwenden.



Vooruitzichten

Concreet samengevat rekent de brouwer voor dit jaar nog steeds op een stabiele of licht hogere operationele winstmarge (BEIA) dan vorig jaar, terwijl de operationele winst ruim boven die van 2019 uitkomt. Voor volgend jaar mikt het management op een autonome groei van de operationele winst met 5 tot 10%, als er geen sprake is van onvoorziene econo-



Adviezen van derden voor Heineken.

mische of geopolitieke tegenslag. Nu het mondiale economische klimaat uitdagender is geworden en het consumentenvertrouwen in ontwikkelde markten is gedaald, verwacht Heineken voor 2023 een volume dat stabiel is of mogelijk licht groeit. Een daling in Europa zal gepaard gaan met groei in de opkomende markten. De groep wil zijn doelstelling om de kosten van 2019 met €2 miljard terug te dringen, overtreffen. Heineken wil op de middellange termijn blijven streven naar 'superieure groei', met een balans tussen volume en waarde.

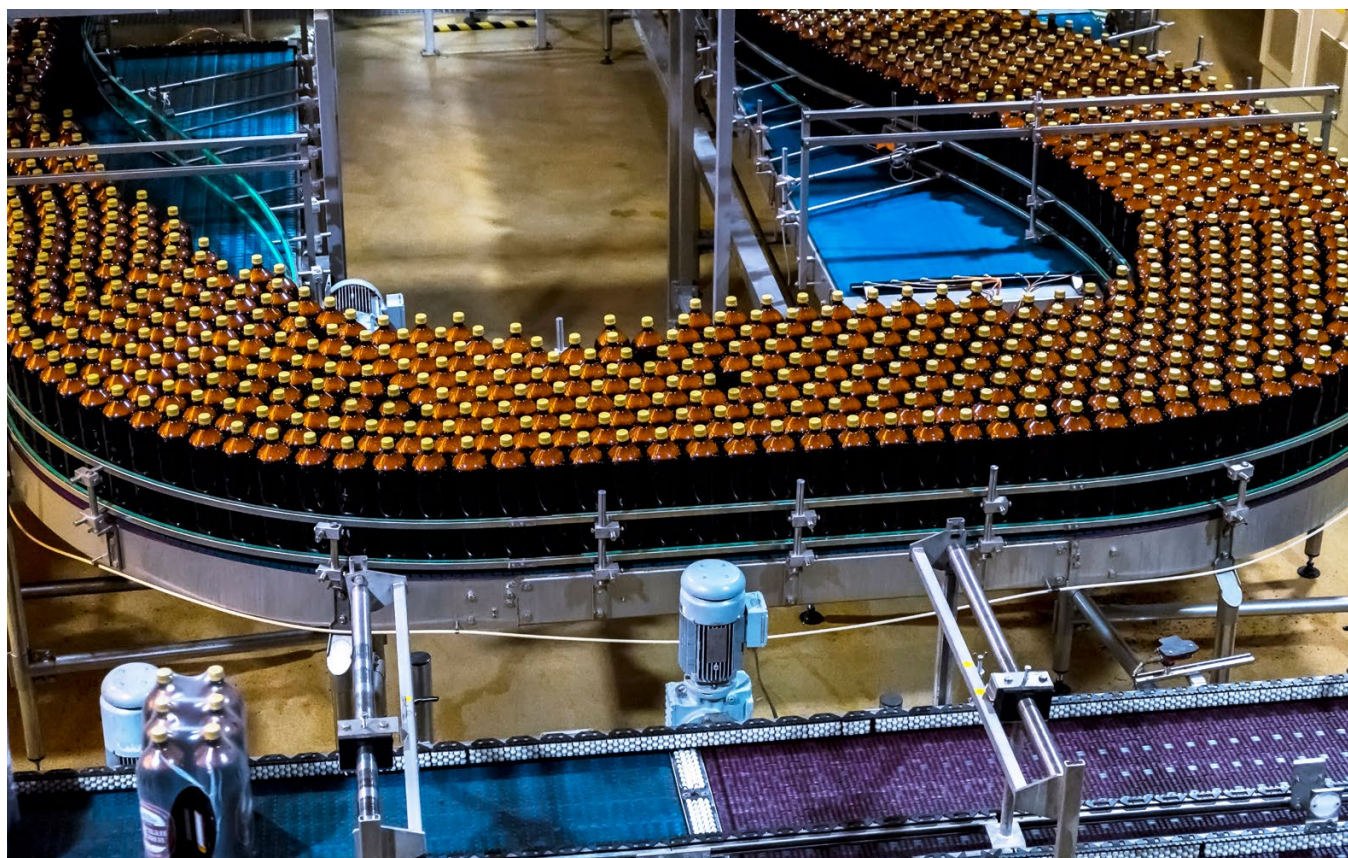
De vooruitzichten zijn een meevaller voor de beleggers, omdat er na de teleurstellende derdekwaartaalcijfers geluiden klonken dat de doelen zouden kunnen worden verlaagd. Dit blijkt dus niet het geval en beleggers zijn gerustgesteld. In het verleden was Heineken altijd de enige brouwer die consistent autonoom meer groeide dan de gewogen inflatie. De analisten van UBS rekenen nu op een ebit-groei in 2023 van 6%, aan de onderkant van de outlook van Heineken. De zes markten waar Heineken voor de coronacrisis de helft van de ebit vandaan haalde, zullen opnieuw het verschil maken, denken onze collega-analisten van UBS. Ze zijn optimistisch en hebben een koersdoel van €113, uiteraard met een gezonde beleggingshorizon.



Vijfjarig koersverloop Heineken.

Conclusie

De aandelen zouden kunnen worden gekocht met een langetermijnhorizon. Voor nu hanteert Aberfeld een stevig houdadvies. Beleggers die de aandelen op lagere koersen wel binnen willen halen, zouden putopties kunnen schrijven. Een put maart 85 2023 levert €2 op. De koper van de put verplicht zich om de aandelen te kopen tegen de uitoefenprijs van de geschreven put, oftewel €85. Mocht de koers van Heineken tot onder dat niveau dalen dan krijgt de koper de aandelen aangeleverd maar behoudt zijn optiepremie van €2. De aandelen kosten dan effectief €83, wat bijna €10 lager is dan de huidige koers. Als het aandeel de komende vier maanden boven de uitoefenprijs van de geschreven optie blijft dan is de ontvangen optiepremie van €2 op afloopdatum definitief verdiend.



Wij zijn alert op de beurs maar vol energie en vertrouwen, onze inzet bij het beheren van uw vermogen.

We zijn in de laatste maand van 2022 beland. Het was voor veel beleggers een rollercoaster dit beleggingsjaar. Vanaf de eerste dagen in 2022 begonnen de beurzen aan een duikvlucht en in maart waren de meeste indices al 16% gedaald. Daarna waren er verschillende herstelmomenten, weer gevolgd door nieuwe dieptepunten. Sinds november zijn de aandelen en obligaties weer gestegen, maar de koersen bevinden zich nog ver onder de niveaus van januari. De vraag is of de aandelen en obligaties weer de lage niveaus van begin 2022 opzoeken in het komende jaar of wordt de definitieve weg omhoog gevonden?

We kunnen dagelijks bankanalisten volgen die hun voorspellingen afgeven voor 2023. Deze zijn uiteenlopend onzinnig, bedoeld om onze geesten te slijpen, tot economisch onderbouwt. In de laatste weken van het jaar kunnen we bijna elke dag weer favoriete aandelen voor 2023 van de ene belegger zien, terwijl andere analisten prachtige “top picks” lijstjes laten zien met geheel andere aandelen. Daartegenover staan ook nog eens de doemdenkers die liever helemaal geen aandelen hebben. Leuk zulke berichten en het maakt nieuwsgierig, maar het geeft geen enkele houvast voor een goed gespreide portefeuille waarbij uw persoonlijk profiel wordt gerespecteerd in 2023.

Ik kijk naar die adviezen met een glimlach. Bij Aberfeld gebruiken wij ze niet voor het samenstellen van een solide portefeuille die ook naar de toekomst gericht goed moet renderen. Om opnieuw een goed rendement te maken in 2023 moet men als eerste

een duidelijke visie hebben en een goed samengestelde portefeuille. Het kopen van de aandelen uit een van die vele lijstjes is slechts een enkel onderdeel, maar niet de sleutel voor een goede beleggingsportefeuille.

Laten we beginnen met de visie. Een visie kan men alleen vormen op basis van fundamentele gegevens en niet op basis van hoop of een onderbuikgevoel. Een belegger moet niet rekenen op mazzel, maar gewoon het gezonde verstand gebruiken en alle zaken die ertoe doen bij een aandeel van een bedrijf op een rijtje zetten.

Als aandelenbelegger hebben we te maken met een aantal zaken, waarvan de belangrijkste de rente is. De rente is flink gestegen als gevolg van de hoge inflatie. De hoge inflatie heeft tot gevolg dat de arbeidskosten stijgen en daarbij hebben we ook nog eens te maken met een krappe arbeidsmarkt.





Daarnaast zijn er ook veel (geo)politieke zaken die spelen. De oorlog in Oekraïne, de handelsoorlog VS/Europa, de Opec, China, Noord-Korea, Iran, en zo kunnen we nog wel even doorgaan. Op basis van deze gegevens kunnen we onze visie voor 2023 vormgeven.

De rente zal komend jaar niet gaan dalen, waarschijnlijk zal het tempo waarin de rente stijgt afnemen. De arbeidsmarkt blijft krap en dat zal zelfs in de toekomst alleen maar toenemen. Met een krappe arbeidsmarkt zullen de lonen verder stijgen. De energieprijzen blijven volatiel maar zullen naar de zomer toe wel wat kunnen dalen. Door stijgende lonen, een rente die gaat stabiliseren en energieprijzen die later in 2023 gaan dalen blijft de koopkracht redelijk in stand. We verwachten een recessie maar die zal niet zwaar zijn.

Op basis van deze uitgangspunten richten wij onze beleggingsportefeuilles in met aandelen die voor 2023 een aantrekkelijk rendement kunnen geven. Het is daarbij belangrijk om de juiste keuzes te maken. Aangezien wij verwachten dat consumenten de hand op de knip gaan houden voorzien we geen sterk stijgende bedrijfswinsten. Bedrijven die hun resultaten kunnen consolideren en die hun aandeelhouders

kunnen belonen in de vorm van dividend of inkoop eigen aandelen hebben onze voorkeur. Bedrijven die erg afhankelijk zijn van consumentenuitgaven zoals bijvoorbeeld luxegoederen, autoproducenten, producenten van elektronica etc. zullen mindere resultaten kunnen laten zien. Dit zijn dan ook de aandelen die we in laag percentage of juist totaal niet in portefeuilles hebben. Groeiaandelen, de bedrijven met een hoge waardering en een laag of helemaal geen dividendrendement vinden wij niet aantrekkelijk.

Waar de analisten van Aberfeld de focus op hebben zijn aandelen die fundamenteel ijzersterk zijn. Aandelen die een goed en houdbaar dividend aan u uitkeren. Aandelen die ondergewaardeerd zijn, waarbij beleggers door desinteresse de aandelen laten zakken naar aankoopkoersen om van te dromen. Daarnaast hebben wij een enorme focus op sector spreiding waarmee uw beleggingsportefeuilles door de jaren heen degelijk en met goede rendementen solide presteren.

Aberfeld blijft daarnaast erg alert op het onvoorspelbare, want juist daardoor kan het rendement aanzienlijk positief beïnvloed worden in 2023. Adequaat reageren op ontwikkelingen kan ook door onze expertise in optieconstructies. Het gebruik daarvan binnen het portefeuillebeheer heeft ons met kop en schouders boven de indexen gedragen en in 2022 geen windeieren gelegd.

Ik en het gehele team van Aberfeld zien 2023 met vertrouwen tegemoet.

**Hartelijke groet,
André van Eerden**



Randstad, topper binnen de mondiale uitzendbranche

Randstad blijft met een hoge autonome omzetgroei, gezonde kasstromen en bovenal zeer hoge dividenden in positieve zin verbazen. Het concern lijkt ook marktaandeel te winnen van de twee andere giganten Adecco en Manpower. Wie Randstad de afgelopen jaren heeft gevolgd zal toch hebben opgemerkt dat het concern meestal beter presteert dan verwacht. De uitzendsector staat te boek als zeer cyclisch, maar in de praktijk valt dat erg mee en de kasstromen die het concern genereert zijn door de tijd heen behoorlijk solide. Vooral door autonome groei, aangevuld met wat kleinere overnames, mag Randstad zich al enige tijd mondiaal marktleider noemen. Dit leiderschap uit zich ook in superieure groei en winstmarges. We vergeleken de drie wereldspelers.

Prestaties derde kwartaal

Randstad boekte over het derde kwartaal van dit jaar een autonome omzetgroei van 6,8% tot € 7,05 miljard, waar de markt had ingezet op een groei van 5,3%. De brutomarge verbeterde met 110 basispunten tot 21,0%. De onderliggende ebita groeide met 6% tot € 336 miljoen, wat eveneens ruim hoger is dan de € 309 miljoen waar de markt op had ingezet. Daardoor kwam de ebita-marge uit op 4,8%, tegen 4,5% voorzien en 4,7% het jaar ervoor.

De autonome omzet van het Zwitserse Adecco groeide het derde kwartaal met 6,0% tot € 6,04 miljard. De brutomarge lag bij de Zwitsers eveneens op 21,0%, wat een verbetering was van 20 basispunten vergeleken met verleden jaar. Bij Adecco was wel sprake van een flinke daling van de ebita-marge van 4,8% tot 3,6%. De groep schrijft dit toe aan investeringen in het talent-ontwikkelingsonderdeel LHH en het ontbreken van speciale items. Dat neemt niet weg dat de winstgevendheid van de Zwitsers dit jaar flink ach-

terblijft bij die van Randstad, waar het vorig jaar nog winstgevender was dan het concern uit Diemen. Adecco-topman Denis Machuel is vastbesloten de ebita-marge van het concern weer op te krikken tot circa 6%. De organisatie dient hiertoe simpeler en efficiënter te werken, met name in het LHH segment. Implementatie van deze plannen staat echter pas gepland voor medio 2023. Synergievoordelen uit hoofde van de overname van AKKA Technologies zullen ook een positieve bijdrage moeten gaan leveren.





Het Amerikaanse Manpower heeft nog altijd last van de dure Amerikaanse dollar. Manpower betreft slechts 18,5% van de concernomzet uit zijn thuishaven de Verenigde Staten, wat zelfs nog minder is dan Randstad (circa 21%) en slechts iets meer dan Adecco (circa 16%). De rest van de omzet komt uit Europa (62,4%), met name Frankrijk, overig Amerika (7,4%) en de regio Azië-Pacific en het Midden-Oosten (12,2%). De in dollars gerapporteerde omzet daalde met 7% tot \$4,8 miljard, maar de autonome omzetgroei plus te met 5%. De brutomarge bedroeg 18,3%, wat een fraaie verbetering is ten opzichte van de 16,6% die over dezelfde periode van 2021 werd behaald. De ebita-marge van Manpower verbeterde in constante valuta met 20 basispunten tot 3,7%, maar ligt dus ook beduidend lager dan bij Randstad. Manpower streeft naar een ebita-marge van 4,5 tot 5,0%, die het concern denkt te bereiken door efficiencyverbeteringen en een verhoging van de brutomarge.

Nettowinst en financiële positie

Onderaan de streep boekte Randstad over het derde kwartaal een winst per aandeel van €1,32 (+13%). Adecco moest daarentegen een daling van de winst per aandeel slikken van 17% tot €0,90 als gevolg van de margedaling. Manpower zag de winst per aandeel over het derde kwartaal stijgen van \$1,77 naar \$2,13 (+20,3%). De superieure winstgevendheid van Randstad vertaalt zich ook in de sterke financiële positie. Randstad heeft een leverage ratio, nettoschuld/

ebitda over de laatste 12 maanden van slechts 0,4 (inclusief leaseverplichtingen, IFRS 16). Adecco kende ook altijd een lage leverage ratio, maar door de overname van AKKA is deze opgelopen tot 2,6. Het management van Adecco toont zich ook hier vastberaden om de schuld ratio de komende kwartalen weer te verlagen. De groep benadrukt dan ook de eigen financiële kracht, waarbij 70% van de schuld tegen een vaste rente is gefinancierd. Manpower heeft ook een sterke financiële positie met leverage ratio van 1,0.

Hoge dividendwaarde

De sterke financiële positie biedt Randstad al meerdere jaren ruimte voor een zeer attractief dividend. Bij een leverage ratio onder de 1 per jaareinde keert het naast het reguliere dividend, dat een pay-out kent van rond de 50%, een speciaal dividend uit. Dit laatste zou ook een inkoopprogramma van eigen aandelen kunnen inhouden. Over 2021 werd er € 5 per aandeel uitgekeerd, wat een pay-out is van 115%, en ook over dit boekjaar zal een dergelijke uitkering mogelijk zijn. Dat impliceert een vorstelijk dividendrendement van 9,0%. Over de afgelopen vijf jaar heeft Randstad in totaal €16,27 per aandeel uitgekeerd, oftewel bijna een derde van de huidige beurskoers.

Manpower keert in de regel circa 35% van de nettowinst uit en dat is goed voor een dividendrendement van 3,25%. Manpower heeft wel een zeer sterk

trackrecord op dit gebied, want ondanks de hoge vermeende conjunctuurgevoeligheid heeft het concern de afgelopen tien jaar het dividend jaarlijks verhoogd. Daarnaast hebben de Amerikanen sinds 2015 maar liefst 40% van het aantal uitstaande aandelen ingekocht. Dat trekt de jaarlijkse aandeelhoudersbeloning eveneens naar grote hoogte. Manpower heeft over dit jaar al een interim-dividend van \$ 1,36 per aandeel uitgekeerd.

Adecco keerde vorig jaar CHF 2,50 per aandeel uit, wat circa 70% is van de nettowinst. Het concern heeft aangegeven over 2022 het dividend minimaal te stabiliseren, wat eveneens een heel fraai dividendrendement van bijna 8% zou opleveren.

Waardering en advies

Randstad wordt tegen een koers-winstverhouding verhandeld van 11,5x. Omdat de nettowinst dit jaar flink lager is, noteert Adecco tegen een koers-winstverhouding van 17x. Manpower wordt dit jaar voor 10,7 keer de verwachte winst verhandeld. Randstad en Manpower ogen het meest aantrekkelijk. Adecco heeft intern nog wel wat werk te verzetten. De waarderingen van Randstad en Manpower zijn niet overdreven hoog, maar de koersen zijn de afgelopen maand al flink gestegen zodat we op dit moment geen grote positie in de sector adviseren. Vanwege het aantrekkelijke dividendrendement, het sterke trackrecord en de uiterst solide financiële positie geniet Randstad onze voorkeur.

Randstad:

ISIN:	NL0000379121
Symbool:	RAND
Koers:	€ 55,88
Hoogste koers 52 weken:	€ 67,50
Laagste koers 52 weken:	€ 42,15
Aantal uitstaande aandelen:	183,9 miljoen
Marktkapitalisatie:	€ 10,3 miljard
Tax. omzet 2022:	€ 27,4 miljard
Wpa 2021:	€ 4,35
Tax. wpa 2022:	€ 4,87
Koers-winstverhouding 2022:	11,5
Dividend 2021:	€ 5,00
Tax. dividend 2022:	€ 5,00
Dividendrendement 2022:	8,9%
Eigen vermogen per aandeel:	€ 25,70
Jaarcijfers 2022:	14 februari 2023

Adecco:

ISIN:	CH0012138605
Symbool:	ADEN
Koers:	CHF 32,33
Hoogste koers 52 weken:	CHF 50,94
Laagste koers 52 weken:	CHF 26,38
Aantal uitstaande aandelen:	167,1 miljoen
Marktkapitalisatie:	€ 5,48 miljard
Tax. omzet 2022:	€ 23,3 miljard
Wpa 2021:	€ 3,62
Tax. wpa 2022:	€ 2,54
Koers-winstverhouding 2022:	17
Dividend 2021:	CHF 2,50
Tax. dividend 2022:	CHF 2,55
Dividendrendement 2022:	7,9%
Eigen vermogen per aandeel:	CHF 23,83
Jaarcijfers 2022:	23 februari 2023

Manpower:

ISIN:	US56418H1005
Symbool:	MAN
Koers:	\$88,00
Hoogste koers 52 weken:	\$ 115,54
Laagste koers 52 weken:	\$ 64,00
Aantal uitstaande aandelen:	50,5 miljoen
Marktkapitalisatie:	\$ 4,4 miljard
Tax. omzet 2022:	\$ 19,8 miljard
Wpa 2021:	\$ 6,91
Tax. wpa 2022:	\$ 8,20
Koers-winstverhouding 2022:	10,7
Dividend 2021:	\$ 2,52
Tax. dividend 2022:	\$ 2,72
Dividendrendement 2022:	3,1%
Eigen vermogen per aandeel:	\$ 47,24
Jaarcijfers 2022:	31 januari 2023

Succesvolle emissie stelt groeipad Lloyd Fonds AG veilig

Turnaround kan koersherstel in een hogere versnelling duwen.

Lloyd Fonds AG (ticker L10A:GR) is een in Duitsland gevestigd bedrijf dat actief is in de financiële sector en dan met name in het vermogensbeheer. In tegenstelling tot andere spelers in de sector focust Lloyd Fond zich op de meer specifieke domeinen zoals de scheepvaart- en vastgoedsector. Recent voerde het bedrijf een geslaagde kapitaalsverhoging door, zodat er nu geld beschikbaar is voor nieuwe investeringen en overnames. Tegenvallende halfjaarcijfers wogen geruime tijd op de koers van dit aandeel, maar sinds kort heeft Lloyd Fonds op de beurs de wind weer in de zeilen. Wie op zoek is naar een financieel aandeel dat net een beetje anders is dan de gebruikelijke aandelen, kan hier terecht. Beleggers met een breder gespreide portefeuille kunnen dit aandeel aan boord halen.

Alternatieve beleggingsproducten

Lloyd Fonds AG focust zich op alternatieve reële activa en beleggingsproducten. Het bedrijf opereert via drie divisies. De divisie Scheepvaart richt zich op het kopen en verkopen van activa in de scheepvaartsector. Dat is een markt die alleen door kenners mag worden bespeeld en Lloyd Fonds heeft dan ook managers in huis die thuis zijn in de scheepvaartsector. De tweede divisie is Vastgoed, waarbij het bedrijf eveneens gebruik maakt van een gespecialiseerd team. Tenslotte is er nog de divisie Trusteeship, die zich vooral focust op het beheer van trusts. Een trust is een Angelsaksische rechtsvorm, waarbij degene die zijn vermogen in een trust stopt, de settlor, zijn vermogen toevertrouwt aan derden, de trustees. Het mag duidelijk zijn dat dit eveneens een gespecialiseerde vorm van vermogensbeheer is.

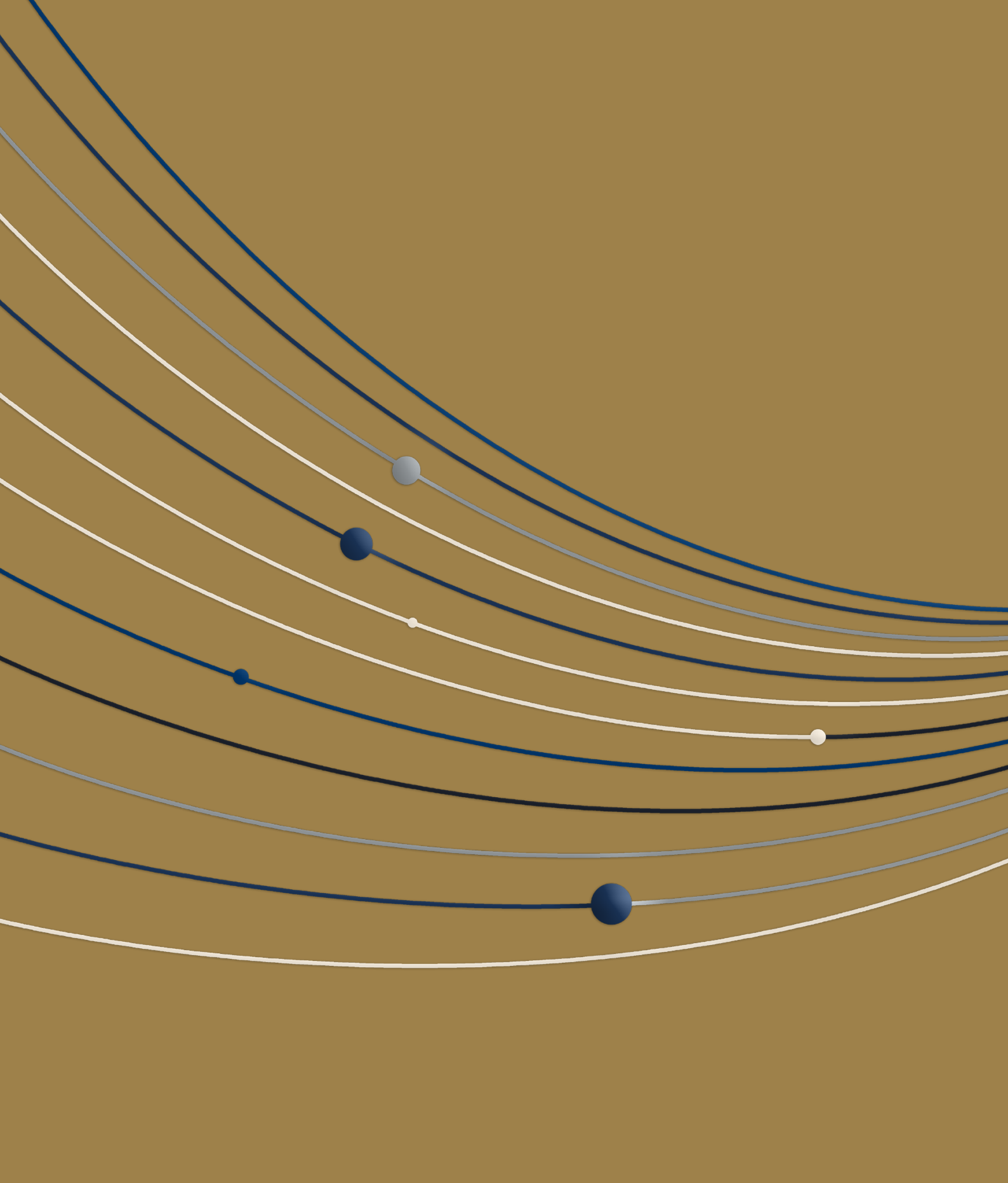
Cijfers

Lloyd Fonds AG rapporteerde tegenvallende resultaten voor het halfjaar dat eindigde op 30 juni 2022. De omzet kwam uit op €8,85 miljoen vergeleken met €18,16 miljoen een jaar eerder. Het nettoverlies bedroeg € 6,78 miljoen, waar dat in dezelfde periode van vorig jaar nog een nettowinst was van €3,71 miljoen. Het verlies per aandeel bedroeg € 0,45, terwijl er een jaar geleden nog een winst per aandeel werd behaald van € 0,28. Het kan interessant zijn om ook even naar de cijfers over 2021 te kijken. Voor het volledige jaar 2021 rapporteerde het bedrijf een omzet van €26,12 miljoen (2020: € 27,74 miljoen). De nettowinst bedroeg € 5,15 miljoen (2020: een verlies van €0,703 miljoen). De winst per aandeel bedroeg € 0,39 (2020: verlies per aandeel van € 0,05). Lloyd

Fonds AG heeft dus een moeilijker periode achter de rug, maar er liggen betere tijden in het verschiet.

Opnieuw klaar voor groei

In het najaar werden in een moeilijke marktomgeving met succes 777.741 nieuwe aandelen geplaatst. Alle aandelen zijn geplaatst tegen een uitgifteprijs van € 6,75, wat een premie betekende van 12% ten opzichte van de beurskoers op de datum van de aankondiging (€ 6,02). Dat alle aandelen zijn geplaatst maakt duidelijk dat zowel de oude als nieuwe aandeelhouders het volste vertrouwen in het bedrijf hebben. Als gevolg van de kapitaalverhoging zal het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap met circa 5% toenemen van € 15,52 naar € 16,29 miljoen. Het opgehaalde bedrag zal onder andere worden gebruikt voor de financiering van nieuwe groei-initiatieven zoals partnerships met verzekeringsmaatschappijen en een joint venture met Volksbanken. Een eerste stap richting groei werd alvast gezet. Op 18 november van dit jaar werd een overeenkomst gesloten om Bayerische Vermögens-Gruppe over te nemen. De succesvolle emissie stelt het groeipad van Lloyd Fonds AG veilig en het is nu aan het management om met betere cijfers uit te pakken. Een geslaagde turnaround kan het koersherstel in een hogere versnelling brengen, zodat Aberfeld beleggers met een grotere portefeuille het advies geeft om het aandeel in portefeuille te nemen.



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

T: +31 203 050 540
E: info@aberfeld.nl
W: www.aberfeld.nl