

20 januari 2023



Aberfeld
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

INHOUD



De onbekenden van 2023 1

Niemand weet nog hoe 2023 zal uitpakken voor de Verenigde Staten, de wereldeconomieën of voor de wereldwijde financiële markten. Hoever gaan de centrale banken in de wereld de financiële markten uitdagen met een onwenselijke combinatie van hoge rentetarieven...



Eckert & Ziegler is actief in een veelbelovende sector 3

Het aandeel Eckert & Ziegler heeft op de beurs van Frankfurt een duizelingwekkende rit achter de rug. De koers verdubbelde in 2021 ruimschoots, waarna die koers in de tweede helft van het jaar weer steil naar beneden dook...



OCI - koers € 31: Met optiestrategieën profiteren van een stabiele tot licht oplopende koers 6

De uitstekende resultaten van OCI zorgen ervoor dat de onderneming een vorstelijk dividend van € 3,50 per aandeel op 20 april 2023 zal uitkeren. OCI NV is uitgegroeid van een klein familiebedrijf in de bouw tot een wereldwijde producent en distributeur van stikstofproducten...



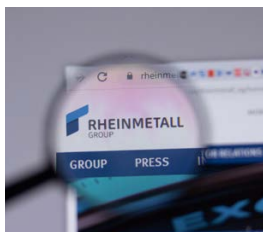
Specialist aan het woord 8

Het beleggingsjaar 2023 kwam goed uit de startblokken. De AEX-index steeg in de eerste twee weken van januari al met 7%. Beleggers gaan ervan uit dat het tempo van renteverhogingen gaat afnemen en daarmee wordt het klimaat voor aandelen weer aantrekkelijker...



Waarom wij Aperam weer koopwaardig vinden 9

De staalmarkt kende met 2022 een zeer volatiel jaar. In het eerste kwartaal stegen de metaal-prijzen door de toenemende onzekerheid over het aanbod als gevolg van de inval van Rusland in Oekraïne...



Rheinmetall 11

Beleggen in defensieaandelen; veel pensioenfondsen en andere grote beleggers sluiten het beleggen in defensiebedrijven uit. Maar er zijn ook veel beleggers die het beleggen in defensiewaarden niet controversieel vinden...

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.

De onbekenden van 2023

Niemand weet nog hoe 2023 zal uitpakken voor de Verenigde Staten, de wereldeconomieën of voor de wereldwijde financiële markten. Hoever gaan de centrale banken in de wereld de financiële markten uitdagen met een onwenselijke combinatie van hoge rentetarieven binnen een aankomende recessie? Wanneer komt er een einde aan de oorlogsspanningen in Oekraïne? Wat weten we nu echt over de verontrustende economische problemen in China en de opkomende economieën? Dit soort vraagstukken proberen wij aan de hand van aanwijzingen te duiden, en dat kan!

Om te beginnen de renteverhogingen. De Federal Reserve (Fed) zou het tempo kunnen vertragen, door te kiezen voor een verhoging met 25 basispunten in plaats van de aangegeven 50 basispunten. Er is echter nog niet voldaan aan de doelstellingen van de Fed om een dergelijk versoepelingsbeleid te overwegen. Ze willen ervoor zorgen dat de inflatie duurzaam daalt en hiervoor vindt de Fed dat de arbeidsmarkt verder moet verzwakken, de huizenmarkt tekenen van stabilisatie moet vertonen en dat de winstverwachtingen van analisten omlaag moeten.

China heropent sneller dan verwacht na de abrupte ommekeer van beleidsmakers in hun harde Covid-beleid. Het herstel na Corona heeft in de VS en in Europa voor problemen gezorgd in de aanvoerketen. Maar of door het herstel in China de vraag naar grondstoffen en olie ook de prijzen doet stijgen verwacht ik niet. China heeft niet alleen een enorme productiecapaciteit om aan de toegenomen vraag te voldoen, maar de rest van de wereld begint te vertragen, wat bijdraagt aan het voorkomen dat de economie oververhit raakt. Bovendien is het herstel in de Chinese detailhandel grotendeels een herstel van verloren terrein. Het is goed nieuws voor de inspan-

ningen van de Fed en in mindere mate de Europese Centrale Bank (ECB) om de inflatie onder controle te krijgen. Het opengaan van China zal koren op hun molen zijn.

Een ander en niet geheel onbekend feit is het schuldenplafond in de Verenigde Staten. Minister van Financiën Janet Yellen vertelde de Amerikaanse wetgevers dat de federale regering binnenkort haar schuldlimiet kan bereiken, wat dan waarschijnlijk het begin van een lange en gespannen strijd binnen een verdeelde regering zal worden. Het is aan het Congres om de limiet op de leningen op te heffen. Als de schuldlimiet niet wordt aangepakt dan zou in het ergste geval de VS gedwongen kunnen worden de afbetalingen op hun schulden achterwege te laten, of uitgaven stop te zetten, misschien zelfs voor de sociale zekerheid. Deze zouden allemaal als wanbetalingen gelden en resulteren in meer verlagingen van de kredietwaardigheid en meer economische pijn. Yellen gelooft dat de Schatkist genoeg geld en andere manieren heeft om geld in te zamelen om het tot begin juni uit te houden - maar het betekent wel dat een kwestie die nog steeds puur theoretisch was, veel dringender is geworden naarmate de 'X-datum' nadert.





De Amerikaanse minister van Financiën Janet Yellen

Investeerders haalden grotendeels hun schouders op over de waarschuwing van Yellen en zijn optimistisch dat wetgevers op tijd zullen handelen.

Desondanks kleuren er weer meer vakjes groen en het idee heerst dat het ergste achter de rug is. Dat houdt nog niet in dat 2023 van een leien dakje gaat en we weer in een rechte lijn omhooggaan, maar biedt wel hele goede instapmomenten voor de beleggers. Er zijn duidelijke tekenen van een dalende trend in de inflatie. De Europese inflatie is inmiddels gedaald, maar de kerninflatie is iets hardnekkiger. We gaan ervan uit dat deze in het kielzog ook mee gaat dalen. Zolang we met ons allen wel blijven besteden, dan zal de recessie minder hevig zijn. Voorwaarde is wel dat de werkgelegenheid op een hoog peil blijft en zelfs wel een tandje terug mag, ter ondersteuning van de voorwaarden van de Fed.



Uiteindelijk zal de rente stabiliseren en zelfs weer kunnen dalen. Met name in Europa, omdat we te maken hebben met de zwakkere zuidelijke economieën binnen de EU. Het banenrapport in Amerika heeft onthuld dat de arbeidsmarkt sterker is dan men dacht, maar het positieve zit hem in het feit dat de loonstijgingen minder hard doorzetten. De banen blijven op dit moment behouden en de koopkracht op peil. De piekrentes en eventuele renteverlagingen zullen daardoor misschien niet zo snel komen als beleggers zouden willen. Toch verwachten wij nog steeds dat ergens tussen eind 2023 en begin 2024 de rente een piek zal bereiken op een niveau waar de markt nu al rekening mee houdt. Dan kan de economie weer groeien en de waarderingen voor de aandelen weer vrij baan krijgen. Beleggen blijft de beste manier om uw vermogen op peil te houden.

Aberfeld is voortdurend gefocust op het rangschikken van het evenwicht in de portefeuilles van onze klanten voor de volgende marktcyclus. We kijken verder dan alleen de categorieën als bijvoorbeeld waarde of groei, maar zoeken naar geweldige bedrijven zonder oogkleppen op te doen. Het soort bedrijven waar we ons op richten zijn bedrijven met een positieve winstherziening, sterke balansen en een sterke vrije kasstroom, in plaats van de bedrijven met veel belofte en weinig winst die de afgelopen jaren populair waren. Fundamentele argumenten zijn de basis voor onze beleggingsbeslissingen. Meten is weten, alleen daardoor zijn wij en kunnen wij een gedegen vermogensbeheerder zijn. Beleggen is vooruitzien en goede bedrijven houden de inflatie bij en verslaan met hun dividenden de rentemarkt.

Het startschot van 2023 begon met mooie resultaten! We zijn zeer positief en streven ernaar om het beste jongetje van de klas te zijn, net als in 2022 in vergelijking met het negatieve rendement binnen de AEX-index en onze concullega's. Wij blijven op volle sterkte voor u klaar staan. Wanneer u meer wilt weten over Aberfeld dan maak ik graag een afspraak met u om u uit te leggen wat wij voor u kunnen betekenen inzake ons gedegen en professioneel vermogensbeheer. De koffie staat klaar, belt u mij maar...

**Hartelijke groet,
Janette Buitenkamp**

Eckert & Ziegler is actief in een veelbelovende sector

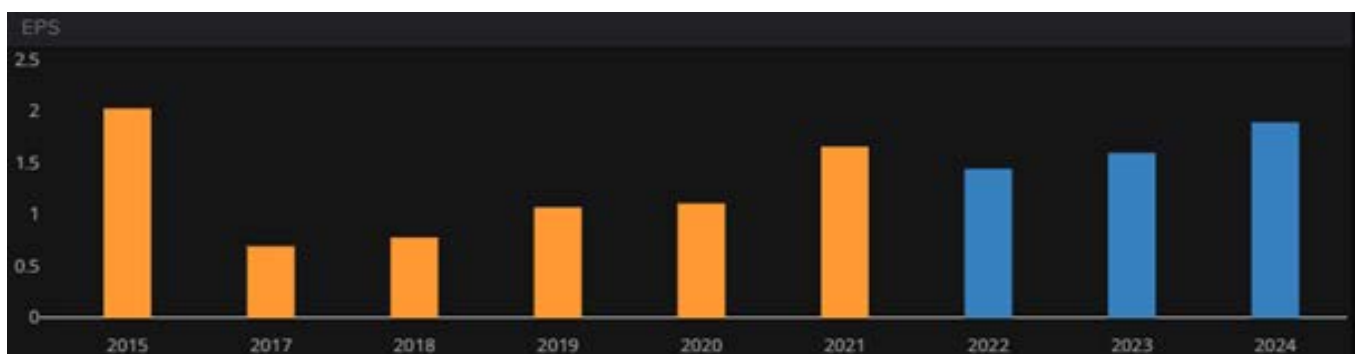
De verwachtingen moeten nog worden ingelost

Het aandeel Eckert & Ziegler heeft op de beurs van Frankfurt een duizelingwekkende rit achter de rug. De koers verdubbelde in 2021 ruimschoots, waarna die koers in de tweede helft van het jaar weer steil naar beneden dook. In het wereldje van de speculatieve smallcaps zijn dergelijke forse koersbewegingen niet uitzonderlijk, want relatief kleine aan- of verkooporders kunnen de koers van een aandeel (fors) omhoog of omlaag duwen. Aberfeld denkt echter dat Eckert & Ziegler als fabrikant van radioactieve componenten de toekomst met vertrouwen tegemoet kan zien. De markt voor de behandeling van kanker met laagradioactief materiaal kan in de komende jaren sterk groeien, onder andere vanwege de toenemende belangstelling van de grote farmaceutische bedrijven. Eckert & Ziegler moet echter nog wel bewijzen dat het de hooggespannen verwachtingen waar kan maken. De voorzichtige verwachtingen die werden uitgesproken bij de publicatie van de cijfers over het derde kwartaal, remden de afgelopen weken de koers van het aandeel af. Aberfeld is positief, maar in de huidige markt blijven we voorzichtig.

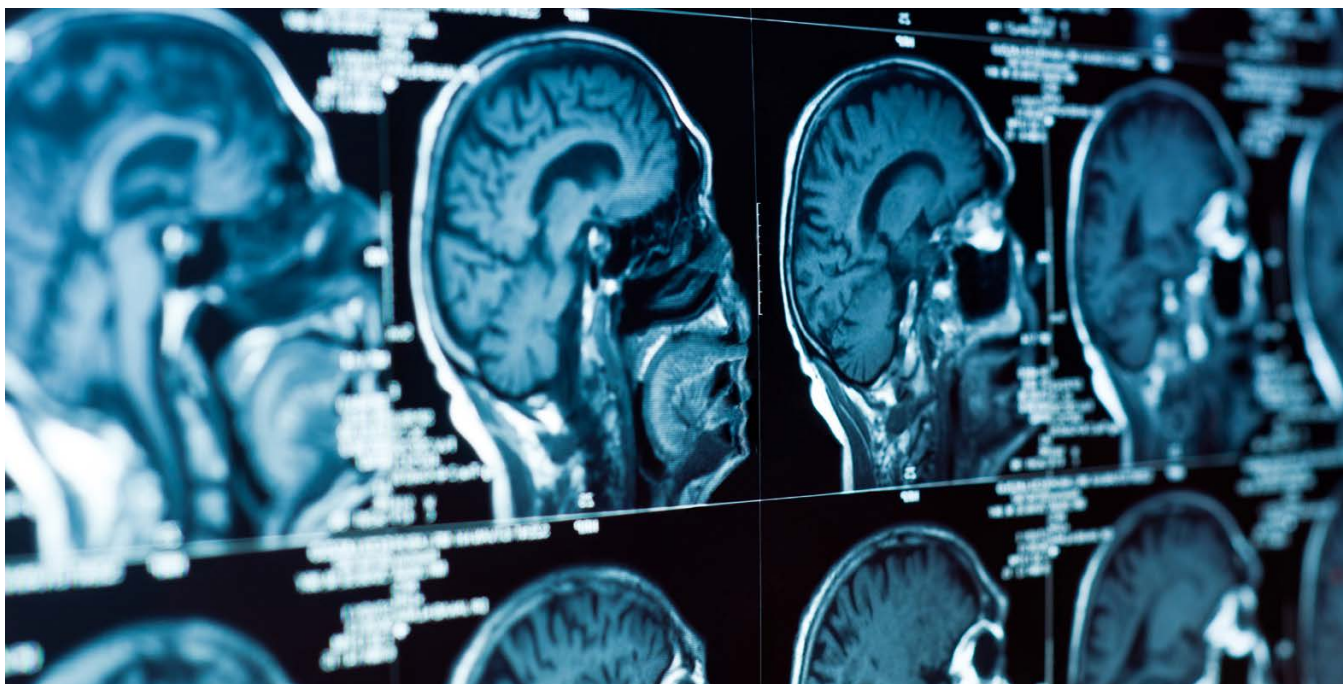
Profiel

Eckert & Ziegler Group is een van 's werelds grootste leveranciers van isotopentechnologie voor medisch, wetenschappelijk en industrieel gebruik. Het bedrijf is actief via twee divisies: de medische divisie en de divisie isotopenproducten. Deze laatste divisie verkoopt isotopen in bulk inclusief een breed scala aan afgesloten stralingsbronnen voor industriële metingen. De medische divisie is gespecialiseerd in hoogwaardige producten en dienstverlening op het gebied van nucleaire geneeskunde, radiotherapie en moleculaire beeldvorming. Het in 1997 opgerichte Eckert & Ziegler heeft zijn wortels in het Zentralinstitut für Isotopentechnik, een onderzoeksinstituut van de voormalige Academie van Wetenschappen van de DDR, het voormalige Oost-Duitsland. Een belangrijke mijlpaal in de geschiedenis van het bedrijf was de overname in april 2021 van PentixaPharm, een innovatieve medicijnontwikkelaar die zich richt op kandidaat-geneesmiddelen voor de nucleaire geneeskunde.

De nucleaire geneeskunde is een sector die nog in volle ontwikkeling is en beschikt over een enorm groeipotentieel. De afgelopen jaren heeft de behandeling van kanker op basis van laagradioactief materiaal een grote sprong voorwaarts gemaakt en die trend zal zich in de komende jaren ongetwijfeld voortzetten. Eckert & Ziegler, dat zich met name focust op kankertherapie, industriële radiometrie en nucleair-medische beeldvorming, kan in deze sector een belangrijke rol gaan spelen. Er zijn slechts weinig bedrijven die het basismateriaal aanbieden voor dit marktsegment, waaronder radio-isotopen zoals gallium (Ga-68), yttrium (Y-90), lutetium (Lu-177) en actinium (Ac-225). Bovendien heeft dit Duitse bedrijf in de afgelopen jaren een breed gamma aan aanvullende producten en diensten ontwikkeld, zodat de klanten bij Eckert & Ziegler terecht kunnen voor one-stop-shop oplossingen. Het aandeel Eckert & Ziegler (ISIN DE0005659700) is opgenomen in de SDAX-index op de Deutsche Börse. Met een beurswaarde van minder dan € 1 miljard is het op deze beurs een smallcap.



(Verwachte) winst per aandeel.



Cijfers

Over de eerste negen maanden van 2022 steeg de omzet met 25% tot € 164 miljoen. De nettowinst van € 23,3 miljoen was € 5,8 miljoen lager dan in dezelfde periode van het voorgaande jaar. In 2021 werd het resultaat positief beïnvloed door de verkoop van de divisie tumorbestralingsapparatuur, waardoor een eenmalige bate werd gerealiseerd van circa € 9,4 miljoen. Gecorrigeerd voor dit eenmalige effect steeg het geconsolideerde nettoresultaat met ongeveer 18% op jaarbasis van € 19,7 miljoen naar € 23,3 miljoen. Deze winststijging was het gevolg van gunstige wisselkoersen, en van hogere verkopen van industriële producten en radiofarmaceutica. Als we de cijfers vergelijken met die van dezelfde periode van vorig jaar lijken ze slechter, maar als we kijken naar het pure bedrijfsresultaat dan zijn de huidige cijfers beter.

De divisie isotopenproducten genereerde een omzet van € 102,7 miljoen, wat een stijging was van € 29,6 miljoen (+40%) in vergelijking met de eerste negen maanden van 2021. Alle belangrijke productgroepen droegen bij aan deze goede prestatie. Deze divisie blijft overigens met voorsprong de belangrijkste groeimotor van het bedrijf. De omzet van € 65,5 miljoen die de medische divisies tijdens de eerste negen maanden van het jaar behaalden, was ongeveer 6% hoger dan in 2021 (€ 61,6 miljoen).

Ondanks de positieve cijfers over de drie eerste kwartalen van het boekjaar bleef de raad van be-

stuur vasthouden aan zijn eerdere omzet- en winstprognose voor het boekjaar 2022 van respectievelijk circa € 200 miljoen en circa € 27 miljoen. Deze guidance is gebaseerd op de huidige gespannen en risicovolle wereldwijde economische situatie. Bij de publicatie van de cijfers was er bij het management dus geen sprake van overdreven enthousiasme. Het is nu wachten op de resultaten over het volledige boekjaar. Er is een reële kans dat het management de verwachtingen expres wat heeft getemperd om niet teleur te stellen. We leven tenslotte in een economisch rare tijd.

Pro's:

- Het bedrijf heeft een sterke positie uitgebouwd door het aanbieden van one-stop-shop oplossingen.
- In de sector geldt een hoge instapdrempel zodat het aantal spelers beperkt blijft.
- De samenwerkingsverbanden met grote farmaceutische bedrijven zijn een belangrijke troef.

Contra's:

- Het volatiele koersverloop van het aandeel schrikt nogal wat beleggers af, bovendien is het aandeel een smallcap met alle bijbehorende nadelen.
- De kans is aanwezig dat bepaalde producten niet door de klinische proeven komen.
- Een restrictievere regelgeving voor radioactieve componenten kan de groei afremmen.



Conclusie

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG, zoals de naam voluit luidt, is goed gepositioneerd om te profiteren van de toenemende vraag naar radio-isotopen en de uitbreiding van de markt voor nucleaire geneeskunde. Het bedrijf moet zich op een aantal terreinen echter nog wel bewijzen. Een nieuw investeringsplan zal de efficiëntie van de productieprocessen verbeteren en zal er geleidelijk toe leiden (vanaf 2023) dat de marges verbeteren. Bovendien heeft Eckert & Ziegler zich dankzij de overname van PentixaPharm ontwikkeld tot een volledig geïntegreerd radiofarmaceutisch bedrijf dat kan profiteren van de snelle groei van radiofarmaceutica. Positieve punten zijn de goede kwaliteit van de winst, de operationele efficiëntie en de sterke balanspositie. Daar staat echter tegenover dat de cashflow relatief zwak is. De weinig overtuigende guidance die het management met betrekking tot het volledige boekjaar 2022 gaf, geeft geen aanleiding om voor de korte termijn op verbetering van de cashflow te rekenen. Er wordt daarom met ongeduld uitgekeken naar de boodschap die het management zal brengen naar aanleiding van de publicatie van de definitieve jaarcijfers. Als er een andere toon wordt aangeslagen, dan kan het aandeel fors hogere koersen gaan zoeken. Waar de koers op moment van schrijven €45,20 noteert, tikte het aandeel in september 2021 immers nog een koers aan van €137,20!

Op langere termijn zien de vooruitzichten er goed uit. Het aanbod van Eckert & Ziegler dekt de belangrijkste deelsegmenten van de markt waarop het bedrijf actief is, waaronder CMO-diensten, hotcell-

engineering en medische isotopen. Dit garandeert in de toekomst een bedrijfsmodel met een sterke klantenbinding. Als zodanig is het bedrijf in staat om farmaceutische klanten in een vroeg stadium voor zich te winnen. Hoewel Aberfeld een positief 'onderbuikgevoel' heeft, geven wij ons definitieve oordeel pas als het management zijn voorspellingen voor het boekjaar 2023 en de jaren daarna doet. Het potentieel is groot, maar Eckert & Ziegler zal moeten aantonen dat het zich op deze markt kan bewijzen. Aberfeld vindt het aandeel speculatief koopwaardig. Wie de boot niet wil missen kan een kleine positie kopen en die uitbreiden of afbouwen zodra het management de tip van de sluier optilt.

Fundamentele kenmerken Eckert & Ziegler Group

Winst per aandeel 2021	€ 1,37
Tax. winst per aandeel 2022	€ 1,38
Tax. winst per aandeel 2023	€ 1,49
Koers-winstverhouding 2021	33
Koers Eckert & Ziegler Group	€ 45,34
ISIN code	DE0005659700
Tickersymbool	EUZ.DE
Koers hoog afgelopen 12 maanden	€ 90,30
Koers laag afgelopen 12 maanden	€ 29,44
Dividend	€ 0,50
Dividendrendement	1,10%
Aantal uitstaande aandelen	20,77 miljoen stuks
Marktkapitalisatie	€ 940 miljoen
Sector	Medische apparatuur
Return on assets	5,27%
Return on equity	15,08%

OCI - koers € 31: Met optiestrategieën profiteren van een stabiele tot licht oplopende koers

De uitstekende resultaten van OCI zorgen ervoor dat de onderneming een vorstelijk dividend van € 3,50 per aandeel op 20 april 2023 zal uitkeren. OCI NV is uitgegroeid van een klein familiebedrijf in de bouw tot een wereldwijde producent en distributeur van stikstofproducten en methanol met een verwachte omzet van € 9 miljard in 2022. In 2010 zijn de activiteiten op gebied van stikstofkunstmest en melamine van DSM overgenomen. Onder meer de beperkte graanvoorraden in combinatie met de hoge gasprijzen in Europa stuwden de resultaten van OCI en zorgen ervoor dat de stikstofprijzen boven de historische gemiddelden blijven. Het aandeel OCI vinden wij koopwaardig vanwege de goede marktposities, de lage waardering en het aantrekkelijk dividendrendement. Hieronder vindt u een strategie met opties maart 2023. Bij deze optiestrategie geldt dat tijd onze vriend is!

Strategie

Koop 100 aandelen OCI op	€ 31
Schrijf 1 put OCI mrt 2023 € 29 op	€ 1,25-
Schrijf 1 call OCI mrt 2023 € 33 op	€ 1,25-
Investeer per saldo	€ 28,50

Dit voorbeeld betreft 1 optie ofwel een onderliggende waarde van 100 aandelen. Beleggers kunnen met ons meedoen en dan op eigen positie naar draagkracht en spreiding van uw portefeuille.

De investering is € 2850 in de strategie, oftewel € 28,50 per aandeel. De maximale winst is €450 bij koersen hoger dan € 33,00. Door de geschreven put is het vermogensbeslag € 2900. Reserveer dat geld

wel door middel van liquiditeiten of door een andere veilige investering. Aandelen kunnen altijd worden aangeleverd via de geschreven put, ook al verwachten we dat niet.

Hoe werkt deze strategie?

We kopen 100 aandelen OCI voor € 31. Daarnaast gaan we twee verplichtingen aan. Voor deze verplichtingen ontvangen we direct bij aanvang een credit van € 250. We investeren dus per saldo € 28,50 in deze strategie bij de door ons gekozen aantallen. Meer kan natuurlijk ook.

De eerste verplichting is, dat we, mocht de koers onverhoopt dalen, 100 aandelen OCI moeten kopen via de geschreven put tegen de uitoefenprijs van € 29,00 uiterlijk op de derde vrijdag van maart 2023.



De tweede verplichting is, dat we, als de koers boven € 33,00 komt, we onze gekochte 100 aandelen moeten verkopen tegen de uitoefenprijs van € 33,00.

Ook al kunnen in theorie alle scenario's uitkomen, gaan we ervan uit dat niemand op de afloopdatum de aandelen op een koers van € 33,00 wil kopen als de koers toch lager is. We behouden dan de geschreven optiepremie.

Indien de aandelen uit de geschreven putoptie op € 29,00 aangezegd worden, dan krijgen we 100 aandelen extra in portefeuille voor € 29,00 per stuk, wat gerekend naar de huidige koers een forse besparing is. De gemiddelde kostprijs bedraagt dan € 28,75. Vanaf dit break-evenniveau treedt pas verlies op en daarboven maakt u winst. Boven de € 33,00 is de winst op de aandelen maximaal € 450.

Deze strategie levert een rendement van bijna 9% in

twee maanden bij gelijkblijvende koers op en rond de 17% bij koersen van € 33 en hoger. Uitgaande van de vooruitzichten vindt Aberfeld dit een aantrekkelijke beleggingsstrategie.

Het spreekt voor zich dat u voor dit dempen van de risico's betaalt, in dit geval in de vorm van een winstbeperking. Hoe erg kan dit zijn? Als we kijken naar de koersdoelen, dan hoeven we met deze optiestrategie procentueel niet achter te blijven. We spelen een beetje op safe door van te voren onze winstkeuze te bepalen.

Blijft de koers van OCI boven de €29 maar onder de € 33, en worden de aandelen niet aangeleverd via de geschreven put maar ook niet opgevraagd, dan gloort in april een aantrekkelijk dividend van € 3,50 per aandeel waarmee onze kostprijs van het aandeel OCI op slechts €25 komt te liggen. Dit noemen wij uitgekend beleggen.

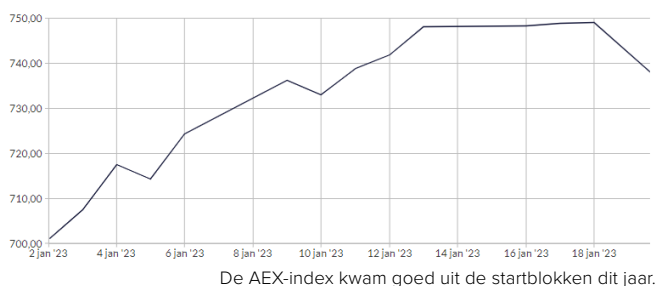
Koers aandeel	Optie 1 expiratie	Optie 1 vandaag	Optie 2 expiratie	Optie 2 vandaag	Resultaat aandeel	Resultaat expiratie
22,00	125,00	122,23	-575,00	-592,91	-900,00	-1.350,00
24,00	125,00	115,27	-375,00	-418,53	-700,00	-950,00
26,00	125,00	98,42	-175,00	-267,14	-500,00	-550,00
28,00	125,00	65,29	25,00	-144,27	-300,00	-150,00
30,00	125,00	10,07	125,00	-51,20	-100,00	150,00
32,00	125,00	-70,79	125,00	14,81	100,00	350,00
34,00	25,00	-177,85	125,00	58,89	300,00	450,00
36,00	-175,00	-308,94	125,00	86,78	500,00	450,00
38,00	-375,00	-460,20	125,00	103,62	700,00	450,00
40,00	-575,00	-627,17	125,00	113,38	900,00	450,00

Theoretische resultaten op basis van de aandelenkoers.



Specialist aan het woord

Het beleggingsjaar 2023 kwam goed uit de startblokken. De AEX-index steeg in de eerste twee weken van januari al met 7%. Beleggers gaan ervan uit dat het tempo van renteverhogingen gaat afnemen en daarmee wordt het klimaat voor aandelen weer aantrekkelijker. De verwachting dat de Centrale Banken iets minder agressief het rentewapen zullen gebruiken wordt gevoed door dalende inflatiecijfers. In december zagen we weliswaar nog een hoge inflatie, maar deze was lager dan voorgaande maanden. Als deze trend zich voortzet, dan zou dat inderdaad kunnen leiden tot een eind van de renteverhogingen. Analisten verwachten dat de rente in de Eurozone in de eerste helft van dit jaar op 3% zal uitkomen en dat er daarna weer ruimte is voor de ECB om de rente weer wat te kunnen verlagen. Of de analisten gelijk gaan krijgen, zullen we zien. De ECB doelstelling voor de inflatie is 2% en met een huidige inflatie van 9,2% is er nog een lange weg te gaan.



Maar, het beeld dit jaar is duidelijk anders dan in 2022. Aan het begin van dat jaar begon de inflatie juist sterk te stijgen en werd het duidelijk dat de rente verhoogd moest worden. Het beleggingsjaar 2022 werd daardoor een moeilijk jaar voor beleggers. Dat plaatje is nu anders en dat verklaart ook het enthousiasme aan het begin van het jaar. De horizon voor beleggers is wat duidelijker geworden. We weten dat de rente nog wat verder omhoog gaat, maar deze stijging is al in de markt verwerkt. Alleen als de inflatiecijfers toch weer gaan stijgen dan zal de onzekerheid over het renteplafond weer toenemen.

Vooralsnog gaat het beleggingsteam van Aberfeld International ervan uit dat de inflatie niet verder stijgt en daarmee zijn wij positief gestemd over de aandelenmarkt. Een snelle stijging zoals in de eerste weken van dit jaar zal niet de trend voor het gehele jaar worden. Zoals altijd zullen we ook tijden meemaken waarin de beurs wat terug zal vallen. Er zijn immers nog volop onzekerheden die de stemming zomaar om kunnen laten slaan. De onzekerheden liggen voornamelijk op het politieke vlak. De oorlog in Oekraïne, Noord-Korea, de Covid-politiek van China, de Amerikaanse protectionistische politiek en nog veel meer zaken kunnen leiden tot onrust op de beurs.

Als we echter puur naar de economie kijken dan kunnen we optimistischer zijn dan een jaar geleden.

Zoals het er nu naar uitziet komt er geen harde landing voor de economie. Consumenten blijven spenderen, er zijn voldoende banen en het saldo van de Nederlandse spaarrekeningen is nog nooit zo hoog geweest. Daarnaast blijft de omzet van de Nederlandse bedrijven op een hoog pijl en wij verwachten dan ook dat de bedrijfswinsten in tact blijven.

Voor het moment denken wij dat het even tijd is om wat gas terug te nemen. Na een mooie stijging in de eerste twee weken begint nu het cijferseizoen. De bedrijfscijfers die we de komende weken ontvangen zullen invloed hebben op ons beleggingsbeleid. Naar aanleiding van de cijfers kunnen we het kaf van het koren scheiden en onze portefeuille optimaliseren. Wij verwachten dan ook dat 2023 een goed beleggingsjaar zal worden voor de klanten van Aberfeld International.

**Hartelijke groet,
André van Eerden**



Waarom wij Aperam weer koopwaardig vinden

De staalmarkt kende met 2022 een zeer volatiel jaar. In het eerste kwartaal stegen de metaalprijzen door de toenemende onzekerheid over het aanbod als gevolg van de inval van Rusland in Oekraïne. In maart was er voor nikkel, een belangrijke component voor roestvrijstaal, sprake van een 'short squeeze'. Mogelijke sancties tegen Norilsk Nickel vielen samen met een enorme short door Tsingshan, de grootste producent van roestvrijstaal ter wereld. Het leidde er zelfs toe dat de London Metal Exchange (LME) de handel in nikkel een week opschortte en prijslimieten oplegde. Deze acties door LME heeft het vertrouwen van handelaren in de handelsbeurs geen goed gedaan. Sindsdien zijn de handelsvolumes op de LME gedaald, met als gevolg dat nikkel zelfs bij kleine verschuivingen in vraag en aanbod al wordt blootgesteld aan flinke prijsschommelingen.

De International Nickel Study Group verwacht voor dit jaar een overschot van nikkel van 144 kiloton en voor volgend jaar een overschot van nog eens 171 kiloton. Verder heeft de International Nickel Study Group als gevolg van de productiedaling van roestvrijstaal, de raming voor de wereldwijde vraag naar nikkel voor dit jaar verlaagd van 8,6% naar 4,2%. De staalproductie laat een vergelijkbaar beeld zien.

Uit recente cijfers van de World Steel Association komt naar voren dat de wereldwijde staalproductie in oktober uitkwam op 147,3 miljoen ton, waarmee het op hetzelfde niveau zit als een jaar eerder. China, dat met afstand de grootste staalproducent ter wereld is, zag de staalproductie op jaarbasis met 11% stijgen naar 79,8 miljoen ton. In India nam de staalproductie met 2,7% toe naar 10,5 miljoen ton en in Iran steeg de productie met 3,5% naar 2,9 miljoen ton. In alle andere belangrijke staalproducerende landen was er sprake van een afname. In Japan, de Verenigde Staten en Turkije daalde de productie met respectievelijk 10,6% (tot 7,3 miljoen ton), 8,9% (tot 6,7 miljoen ton) en 17,8% (tot 2,9 miljoen ton) en in Brazilië ten slotte, een van de groeimarkten voor Aperam, daalde de staalproductie met 4,5% tot 2,8 miljoen ton. De World Steel Association verwacht dat de wereldwijde vraag naar staal dit jaar met ruim 2% krimpt naar 1.797 miljoen staal, waar over 2021 nog een groei van bijna 3% werd gerealiseerd. Vanwege de vele investeringen in infrastructuurprojecten verwacht De World Steel Association dat de vraag naar staal in 2023 weer met 1% groeit tot 1.815 miljoen ton.

Derdekwartaalcijfers

Aperam kende een redelijk derde kwartaal. De roestvrijstaalproducent zag dat klanten in met name Euro-

pa hun voorraden afbouwden. In Brazilië wist Aperam wel meer staal af te zetten. Doordat de afzetprijzen daalden, nam de omzet op kwartaalbasis met 26% af naar € 1,82 miljard. Als gevolg van een afwaardering van de voorraden daalde de ebitda over dezelfde periode van € 402 miljoen naar € 235 miljoen, wat meer was dan de € 206 miljoen waar analisten vooraf gemiddeld op rekenden. De aangepaste nettowinst daalde van € 317 miljoen naar € 121 miljoen en als gevolg van een lager werkkapitaal steeg de operationele kasstroom met 20% naar € 267 miljoen. Ondanks het feit dat Aperam via dividend en aandeleninkoop € 127 miljoen teruggaf aan aandeelhouders nam de schuld af van € 571 miljoen naar € 482 miljoen. Aperam verwacht dat de nettoschuld in het vierde kwartaal verder daalt en dat de volumes enigszins verbeteren.

Afgeketste fusie

Tijdens de presentatie van de derdekwartaalcijfers repte Aperam met geen woord over de afgebroken fusiegesprekken met Acerinox, waarmee het begin juni oriënterende gesprekken voerde. Volgens Acerinox zouden de gesprekken zijn afgekappt omdat Aperam een te laag indicatief bod had uitgebracht. Bij een fusie zou het nieuwe bedrijf jaarlijks 2,3 miljoen ton roestvrijstaal produceren en marktleider Outokumpu van de troon stoten, dat jaarlijks 1,4 miljoen ton roestvrijstaal produceert. In Europa zouden Aperam en Acerinox samen een marktaandeel hebben van 49%, wat op mogelijke weerstand had kunnen stuiten van Europese toezichthouders. Daarnaast hadden grootaandeelhouders nog moeten instemmen met de voorgenomen fusie. Aperam is voor ongeveer 40% in bezit van de familie Mittal, de oprichters van Arcelor-Mittal, terwijl de Spaanse familie March via een inves-

teringsvehikel 18% van de aandelen van Acerinox in handen heeft. Aberfeld verwacht niet dat Aperam op korte termijn nieuwe fusiegesprekken gaat starten met een van de andere sectorgenoten.

Kansen:

- Een economisch herstel in China en nieuwe infrastructuur projecten kunnen de vraag naar roestvrijstaal stimuleren.
- Aperam verlaagt zijn schuldpositie, zonder dat dit ten koste gaat van het aandeelhoudersrendement.
- Een nieuw aandeleninkoopprogramma kan de aandelenkoers van Aperam ondersteunen.

Bedreigingen:

- Een stevige economische recessie kan de vraag naar roest vrijstaal drukken.
- De metaalprices en dan met name nikkel zijn door de vele onzekerheden nog erg volatiel.
- Op korte termijn kan de winst onder druk komen te staan door de lagere marges, wat de aandelenkoers kan drukken.

Conclusie

Aberfeld verwacht dat Aperam dit jaar zal profiteren van een toenemende vraag naar staal. China gaat eindelijk over tot het versoepelen van zijn strenge coronamaatregelen, wat een positief effect zal hebben op de economie en de staalmarkt. Daarnaast denken sommige analisten dat China nieuwe economische stimuleringsmaatregelen voor de vastgoedsector gaat aankondigen, wat de vraag naar industriële metalen kan stimuleren. Ook in de Verenigde Staten wordt er de komende jaren veel geïnvesteerd in de infrastructuur. Aberfeld verwacht dat Aperam de komende periode zijn schuld verder zal verlagen, zonder dat dit ten koste gaat van het dividend. In deze onzekere economische tijden is Aberfeld gecharmeerd van het redelijk stabiele dividendrendement dat Aperam biedt. Mede vanwege de momenteel uitzonderlijk lage koers-winstverhouding vinden wij het aandeel koopwaardig en hanteren daarbij een koersdoel van € 45.



Rheinmetall

Beleggen in defensieaandelen; veel pensioenfondsen en andere grote beleggers sluiten het beleggen in defensiebedrijven uit. Maar er zijn ook veel beleggers die het beleggen in defensiewaarden niet controversieel vinden. Deze beleggers vinden dat defensiebedrijven essentieel zijn voor het behouden van onze vrije samenleving. Aberfeld International behoort tot de laatste categorie. Wij vinden dat we de defensie-industrie niet uit moeten sluiten in onze beleggingsstrategie. Wij beleggen dan ook in een aantal bedrijven die zich toelagen op het produceren van defensiematerieel. Een van de aandelen waarin wij actief beleggen is Rheinmetall AG.

Profiel

Rheinmetall AG is een in Duitsland gevestigde onderneming. Het is een industrieel conglomeraat met ca. 25.000 medewerkers. Het bedrijf is opgericht in 1889. Rheinmetall is gespecialiseerd in veiligheids- en mobiliteitsoplossingen. Het is actief in twee segmenten, Defensie en Automotive.

Het segment Defensie is onderverdeeld in drie divisies: Vehicle Systems, dat tactische voertuigen op wielen en gepantserde rupsvoertuigen, nucleaire, biologische, chemische (NBC) bescherming en koepelsystemen produceert; Weapon and Ammunition, dat wapens en munitie van groot en middelgroot kaliber, wapenstations, laadsystemen en stuwstofpoeders omvat, en Electronic Solutions, dat luchtverdediging, commando-, controle- en verkenningssystemen, sensoren en simulatiesystemen ontwikkelt.

Het segment Automotive heeft ook drie divisies: Mechatronics, dat actuatoren, magneetkleppen, systemen voor emissiereductie, alsmede water-, olie- en vacuümpompen ontwikkelt; Hard parts, dat zuigers, motorblokken, cilinderkoppen, glijlagers en bussen vervaardigt, en Aftermarket, dat de wereldwijde activiteiten op het gebied van vervangingsonderdelen omvat.

Aandeel

De aandelen Rheinmetall zijn opgenomen in de MDAX-index. De marktkapitalisatie is ca. € 9 miljard. Het aandeel noteert ca. € 215,00. Op basis van de winst die de onderneming in 2022 maakt, is dat een waardering van ca. 20x de winst. Het dividendrendement 2022 bedraagt ca. 2%.

Markt

Sinds de Russische inval van Oekraïne worstelt de Duitse regering met de vraag hoe ze Oekraïne gaan helpen. Welke wapens leveren ze en hoeveel? Vast staat wel dat Duitsland heeft besloten om zijn leger enorm te gaan versterken. Bondskanselier Scholtz kondigde in 2022 een budget van € 100 miljard aan. Duitsland staat niet alleen in het vergroten van zijn defensie uitgaven. Alle landen in de NAVO en rondom Rusland zijn hun defensie budgetten flink aan het verhogen, soms wel met 75%.

Helaas zijn al die investering broodnodig. Europa is wakker geworden en realiseert zich dat de beste manier om onze vrijheid te bewaren een sterke defensie is. Een defensie die we de afgelopen decennia zwaar verwaarloosd hebben.

Start boekjaar: december	2019	2020	2021	2022*
Marktkapitalisatie	4 401	3 730	3 588	9 076
Bedrijfswaarde	4 453	3 726	3 470	9 007
Koers/winst-verhouding	13,2x	-140x	12,4x	20,2x
Dividendrendement	2,34%	2,31%	3,97%	1,90%
Aantal aandelen (x1000)	42 982	43 083	43 197	43 197
Datum van publicatie	18-03-2020	01-03-2021	17-03-2022	16-03-2023

Start boekjaar: december	2019	2020	2021	2022*
Omzet	6 255	5 875	5 658	6 475
EBITDA	792	647	862	985
Bedrijfsresultaat (EBIT)	512	426	608	707
Resultaat voor belastingen (EBT)	477	57	582	670
Nettowinst (verlies)	335	-27	291	451
WPA	7,77	-0,62	6,72	10,4
Free Cash Flow	314	217	419	199
Dividend per aandeel	2,4	2	3,3	3,99
Datum van publicatie	18-03-2020	01-03-2021	17-03-2022	16-03-2023

Fundamentele gegevens Rheinmetall. *Op 16 maart 2023 worden de definitieve jaarcijfers bekend gemaakt.

Verwachtingen

Europa beschikt over een zeer sterke defensie industrie en die gaat nu volop aan het werk. Rheinmetall is één van de belangrijkste defensiebedrijven in Europa. We mogen dan ook verwachten dat het bedrijf de komende jaren een enorme omzetstijging zal laten zien. Op de site van Rheinmetall zien we vrijwel dagelijks nieuwe orders verschijnen. Rheinmetall noteerde in de afgelopen maand december alleen al orders voor meer dan € 1,5 miljard. Dit is omzet die we in 2023 terugzien in de cijfers. Naast nieuwe defensieorders begon het jaar ook met een order van een kwart miljard van een Duitse autofabrikant voor de productie van componenten voor elektrische auto's. De teller voor nieuwe orders per 2 januari staat alweer op € 500 miljoen.

Rheinmetall is niet alleen een producent van materieel. Rheinmetall is ook een innovatieve onderneming die o.a. digitale systemen ontwikkelt en bouwt. Op 5 januari maakte het concern bekend dat het zijn samenwerking met de high-tech software bouwer Backned verder uitbreidt. Rheinmetall heeft een belang van 40% in deze onderneming verworven. Met deze deelname versterkt Rheinmetall haar leidende rol als partner voor de digitalisering van bewapende troepen.

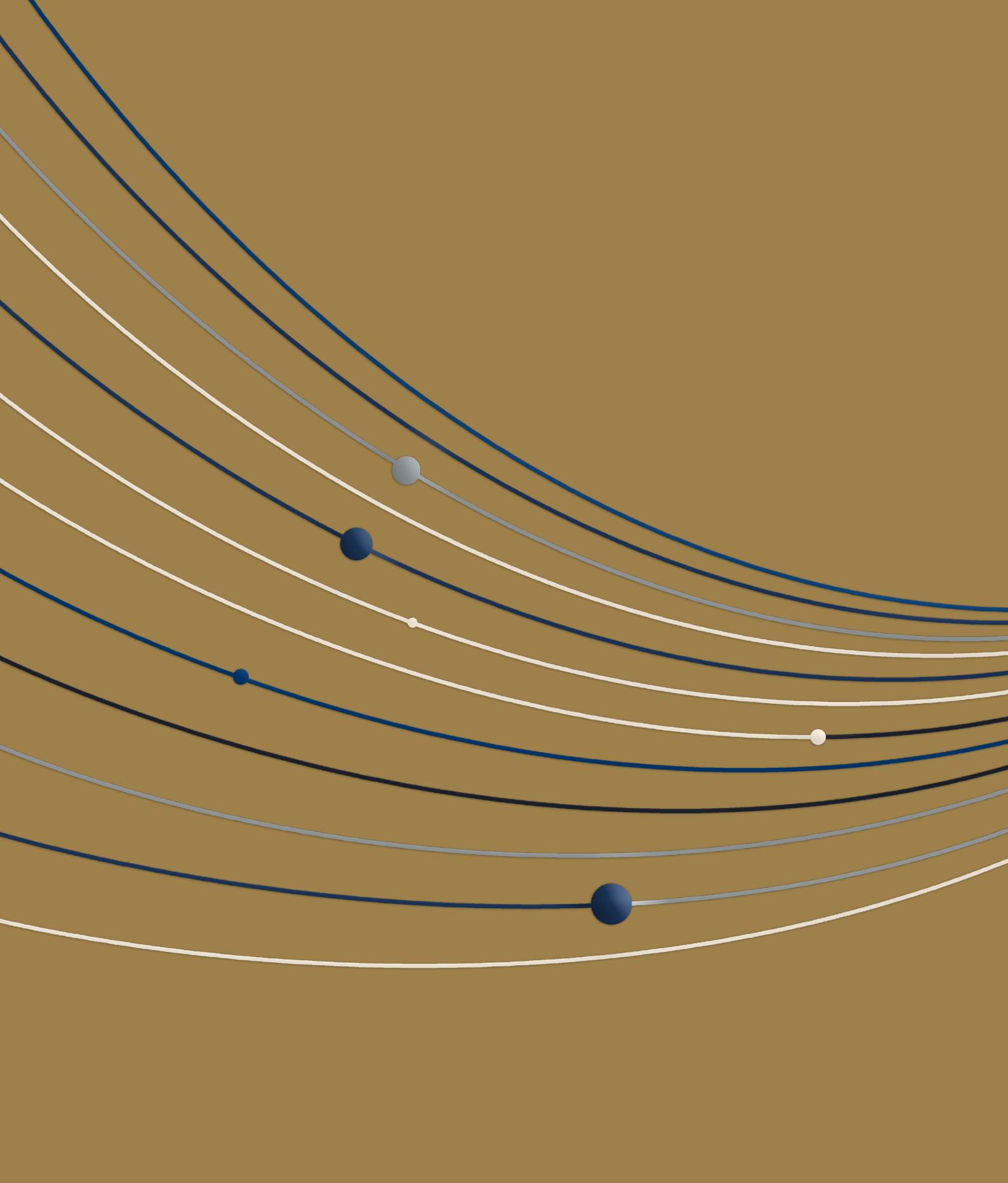
Op basis van de gepubliceerde orders verwachten de analisten van Aberfeld International een toename in de omzet over 2023 van € 2,5 miljard. Hiermee zou de omzet uitkomen rond de € 9 miljard (2022 - € 6,5 miljard). Onze verwachtingen zijn hooggespannen en liggen ruim boven de consensus in de markt.

Gaan we uit van een brutomarge op deze omzet van 11,5%, dan is de verwachting van onze analisten een brutoresultaat van € 1,1 miljard. Met een nettomarge op de omzet van 7,5% gaan wij uit van een nettowinst van € 740 miljoen in 2023, oftewel € 16,50 per aandeel. Een dividendverhoging lijkt daarbij logisch. Voorzichtig houden wij rekening met een dividend van rond de € 5.

Conclusie

We mogen aannemen dat er de komende jaren wereldwijd zwaar geïnvesteerd gaat worden in defensiematerieel. Niet alleen om Oekraïne te voorzien van wapens, maar ook om de NAVO-legers te versterken. Veel van deze investeringen zullen door Europese landen gedaan worden. Het bedrijf Rheinmetall gaat hier zeker een grote rol in spelen. De productiecapaciteit van Rheinmetall is enorm. Het bedrijf heeft zelf al aangegeven dat ze dit jaar kunnen voldoen aan de toegenomen vraag, doordat ze de productiefaciliteiten zeer snel kunnen opvoeren. Onze omzetverwachting is dan ook zeker niet onrealistisch en de winstprognose die wij hebben lijkt ons ook zeer haalbaar. Met een koers van € 215 en een verwachte winst per aandeel van € 16,50 (verwachting Aberfeld) is het aandeel zeker niet duur.

Wij vinden het aandeel Rheinmetall binnen de sector industriële bedrijven/defensie dan ook een goede investering in een portefeuille met een horizon van twee jaar of langer.



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

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