

3 maart 2023



Aberfeld
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

INHOUD



Weegt een hogere rente zwaarder dan individuele bedrijfsprestaties? 1

In 2022 waren de voorspellingen breed uitgedragen dat medio 2023 een recessie zou komen. Sterker dan verwachte economische cijfers die een gloeiendhete Amerikaanse arbeidsmarkt en veerkrachtige consumentenbestedingen in de afgelopen maanden...



AMG profiteert van de sterke vraag naar lithium en verhoogt de verwachtingen 3

Op de Amsterdamse beurs is AMG een buitenbeentje, in die zin dat het bedrijf niet zomaar in een sector onder is te brengen. AMG is gespecialiseerd in hoogontwikkelde speciale metalen (ook wel kritieke materialen genoemd) en minerale producten...



Arcadis bouwt aan sterke orderportefeuille 6

Arcadis staat al langere tijd op de kooplijst van Aberfeld. Het Nederlandse advies- en ingenieursbureau deed vorig jaar drie belangrijke overnames en ontving de afgelopen weken een aantal interessante opdrachten...



Specialist aan het woord 8

De daling van de aandelen- en obligatiemarkten vorig jaar is achteraf eenvoudig te verklaren. Stijgende inflatie veroorzaakte stijgende rentes, waardoor aandelen en obligaties onder druk kwamen te liggen...



Ondergewaardeerde KBC Ancora is een volwaardig alternatief voor een belegging in KBC zelf 9

KBC-groep, waarin Ancora een flink belang heeft, kwam recent met topcijfers gedreven door 5 procent beter dan verwachte renteresultaten wat ertoe leidde dat het resultaat 7 procent beter was dan verwacht...

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.

Weegt een hogere rente zwaarder dan individuele bedrijfsprestaties?

In 2022 waren de voorspellingen breed uitgedragen dat medio 2023 een recessie zou komen. Sterker dan verwachte economische cijfers die een gloeiendhete Amerikaanse arbeidsmarkt en veerkrachtige consumentenbestedingen in de afgelopen maanden laten zien, hebben dat beeld getemperd. Aandelen stegen toen de angst voor een recessie afnam en handelaren gokten op een einde aan de renteverhogingen van de Federal Reserve. Risicovollere en meer speculatieve marktsegmenten presteerden het beste. Ook onder de Nederlandse beleggers is de stemming afgelopen maand omgeslagen van negatief naar positief. Ze kijken positiever naar de algemene economische situatie, hun eigen financiële situatie en het resultaat van hun beleggingsportefeuille.

Toch blijven wij voorzichtig en kopen aandelen die fundamenteel sterk zijn en bij een beursreactie zich positief kunnen onderscheiden. Dat maakt dat we torenhoge rendementen hebben, maar het maakt ons ook behoedzaam voor het sentiment. De Federal Reserve maakte in de notulen van het laatste rentebesluit duidelijk dat er eerder een tandje bij de rente moet, dan dat er ruimte is om achterover te gaan leunen. We zijn er dus nog niet.

Uit de cijfers van de afgelopen weken bleek dat de inkoopmanagersindices sterker dan verwacht waren gestegen, de persoonlijke

inkomsten en uitgaven stegen in januari, en het consumentenvertrouwen steeg tot de hoogste stand in meer dan een jaar. De kerninflatie kreeg in februari een opwaartse bijstelling ten opzichte van het januaricijfer. Het idee dat de Amerikaanse Federal Reserve en de Europese Centrale Bank later dit jaar de rente weer kunnen verlagen, is daarmee wat verder van het vizier gaan staan.

De combinatie van geopolitieke spanningen, inflatiedruk en een krappere monetair beleid die veel minder invloed heeft op de economie dan conventionele wijsheid zou doen vermoeden, leidt tot een

volatiel beursklimaat. Een omgeving waarin een enkele publicatie van informatie de markten de ene dag kan laten stijgen en de volgende dag kan laten kelderen. Uit deze dynamiek blijkt dat het toepassen van oude regels op een nieuwe economie, die getransformeerd is door de Covid-19-pandemie, niet langer op dezelfde manier reageert op stijgende prijzen en een strakker monetair beleid.

De macro-economische cijfers zijn sinds de laatste zitting van de Fed 'extreem sterk'. Als de Fed deze cijfers toen had gehad, dan zou ze de rente waarschijnlijk met 50 basispunten hebben verhoogd





in plaats van 25 en ook de toon bij de persconferentie zou waarschijnlijk anders, meer havikachtiger zijn geweest. In Europa verwachten marktpartijen nu dat de depositorente van de ECB in september op 3,75% staat tegen nu 2,50%. In de VS is eenzelfde beweging te zien. Hier wordt verwacht dat in juli de beleidsrente een piek bereikt van 5,55%. Eerder dit jaar werd die op 4,90% ingeschat. Dit geeft aan dat een hogere rente zwaarder weegt dan individuele bedrijfsprestaties.

De recente golf van positieve economische ontwikkelingen geeft hoop op een “geen landing”-scenario, in plaats van een harde of zachte landing. In dit scenario zet de economie haar opwaartse traject voort, maar de inflatie laat zich niet temmen. Maar laten we de realiteit niet uit het oog verliezen. De ren-

tetarieven zullen waarschijnlijk langer hoog blijven om hardnekkige prijsstijgingen af te remmen.

Vanwege de onzekerheid over het verkrappen van de economie haalden beleggers in 2022 geld weg uit de aandelenmarkt en beleggingsfondsen. Dit was een van de belangrijkste redenen waarom de koersen toen daalden. Deze uitverkoop heeft ertoe geleid dat verschillende bedrijven van hoge kwaliteit onterecht dalen, ondanks goede fundamentals, redelijke waarderingen en stijgende dividenduitkeringen. Wij houden als professionele belegger vast aan ons beleggingsbeleid en de lange termijn. We laten ons niet meeslepen door emotie. De goede aandelen die we zorgvuldig hebben geselecteerd houden we stevig vast.

Om uw vermogen in stand te houden, moet u wel beleggen, maar dat kan en moet op een wijze waar u zich in herkent en gehoord voelt. Dat is waar ik voor sta, dat is waar Aberfeld International voor staat! Beleggen is vooruitzien. Wilt u weten hoe we dat doen en wat we voor u kunnen betekenen? Maak gewoon een afspraak met mij. De drempel is laag bij Aberfeld en de koffie staat klaar. Als u liever wilt dat wij bij u thuiskomen, dan is dat ook geen bezwaar... Belt u mij maar.

**Hartelijke groet,
Janette Buitenkamp**



AMG profiteert van de sterke vraag naar lithium en verhoogt de verwachtingen

Op de Amsterdamse beurs is AMG een buitenbeentje, in die zin dat het bedrijf niet zomaar in een sector onder is te brengen. AMG is gespecialiseerd in hoogontwikkelde speciale metalen (ook wel kritieke materialen genoemd) en minerale producten. Hoe dan ook, het doet het zeker niet slecht. Dat blijkt uit het feit dat de resultaten over de meest recente verslagperiode (het derde kwartaal van 2022) meevielen, terwijl de prognoses ook niet slecht zijn. De cijfers werden positief beïnvloed door de hoge lithiumprijzen.

Profiel

Wie AMG een beetje kent, denkt spontaan aan lithium. Het bedrijf is echter veel meer dan alleen maar deze grondstof. AMG produceert hoogontwikkelde speciale metalen en minerale producten en levert onder andere vacuümovens en de daaraan gekoppelde dienstverlening voor een aantal belangrijke sectoren zoals transport, infrastructuur, energie en chemie. De activiteiten zijn opgesplitst in drie divisies: AMG Clean Energy Materials, AMG Critical Materials en AMG Critical Materials Technologies. Clean Energy Materials was goed voor circa 40% van de EBITDA, Critical Materials Technologies voor circa 37% van de EBITDA en Critical Minerals voor circa 22% van de EBITDA. Naarmate AMG de lithiumcapaciteit uitbreidt, zal het gewicht van Clean Energy Materials toenemen. Op geografische basis zijn Europa en de VS elk goed voor 39% van de omzet, met daarnaast 17% uit Azië en 5% voor de rest van de wereld.

Met ongeveer 3.300 medewerkers is AMG wereldwijd actief met productievestigingen in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, de Verenigde Staten, China, Mexico, Brazilië, India, Sri Lanka en Mozambique en verkoop- en klantenservicekantoren in Japan.

Lithium is de belangrijkste groeimotor van AMG. Lithium wordt vooral gebruikt in oplaadbare batterijen voor mobiele telefoons, laptops, digitale camera's en natuurlijk elektrische voertuigen. Bovendien spelen niet alleen metallisch lithium, maar ook tal van lithiumverbindingen een cruciale rol in de productie-industrie. Dat beseft de bedrijfswereld maar al te goed. General Motors gaat bijvoorbeeld \$650 miljoen investeren in een Amerikaanse lithiummijn, een recordinvestering voor een autofabrikant om de grondstoffen voor de batterijen van elektrische voertuigen veilig te stellen. De Amerikaanse groep zal tegen medio 2023 een initiële investering van \$320 miljoen





doen in ruil voor de exclusieve rechten op de eerste fase van de lithiumproductie in Thacker Pass-mijn van Lithium America in de Amerikaanse staat Nevada.

Uit de cijfers bleek dat AMG in 2022 flinke verbetering liet zien in de resultaten. De omzet steeg in 2022 met 36 procent naar ruim 1,6 miljard dollar en de EBITDA ging van 137 miljoen naar bijna 343 miljoen dollar. Dat is ruim meer dan de 320 miljoen dollar waarop AMG rekende. Aanvankelijk rekende AMG op 280 tot 300 miljoen dollar, maar deze outlook werd begin november bij de cijfers over het derde kwartaal verhoogd.

Netto verdiende AMG afgelopen jaar 188 miljoen dollar. Dat was in 2021 nog maar 14 miljoen dollar. In het vierde kwartaal boekte AMG een 18 procent hogere omzet van 390 miljoen dollar met een EBITDA van 104 miljoen dollar. Dat was het tweede kwartaal op rij dat de EBITDA boven de 100 miljoen dollar lag. AMG wil over 2022 een dividend uitkeren van 0,70 euro per aandeel. Daarvan is al 0,30 euro per aandeel uitgekeerd in augustus.

In 2023 verwacht AMG nog altijd meer dan 400 miljoen dollar aan EBITDA te realiseren. Aanjagers voor het aandeel zijn de realisatie van de groeimogelijkheden in de portefeuille, naast de marktprijzen voor lithium en vanadium, waar AMG geen controle over heeft, maar waar Aberfeld wel ruimte ziet naar boven. De kapitaalinvesteringen schat AMG op 175 tot 200 miljoen dollar. AMG zal het personeelsbestand met circa 5 procent uitbreiden. Dit vanwege capaciteitsuitbreidingen die zijn gepland in Ohio en Duitsland.

Heinz Schimmelbusch, voorzitter van de raad van bestuur en CEO, had het volgende commentaar op

de cijfers: “Dit uitstekende resultaat was grotendeels te danken aan AMG Lithium. De aanhoudend sterke vraag naar lithium leidde tot verbeterde winstgevendheid bij AMG Lithium in Brazilië, vooral omdat we daar tegen lage kosten kunnen werken. De missie van AMG Lithium is om de nummer één producent te worden van batterijmaterialen voor elektrische voertuigen in Europa door de productie van hydroxide van batterijkwaliteit uit te breiden, de Braziliaanse spodumeenproductie verticaal te integreren en aanvullende minerale bronnen na te streven.”

Pro's:

- Actief in een sector die een belangrijke rol kan spelen in de energietransitie.
- Dit groeibedrijf kan de beleggers nog aangenam verrassen.
- EBIT-marges blijven verbeteren.

Contra's:

- Scherpe bewegingen in de grondstofprijzen kunnen op de cijfers wegen.
- Belangrijke eindmarkten als auto en auto kunnen verzwakken.
- Het bedrijf is gevoelig voor valutaschommelingen.

Conclusie

Onze toekomst wordt mede bepaald door lithium, een metaal dat het belangrijkste ingrediënt is voor het maken van lichtgewicht krachtige batterijen. Elektrische voertuigen zijn afhankelijk van lithium-batterijen en de verkoop van elektrische voertuigen kent een enorme jaarlijkse groei. Dit legt ook een stevige bodem onder de lithiumprijs. Er is maar een beperkt aantal bedrijven dat lithium ontgint en raf-

fineert, plus een groot aantal kleinere startups die zich in de vroege exploratie- of ontwikkelingsfase van hun hulpbronnen bevinden. De blootstelling aan de lithiumprijs houdt hoe dan ook risico's in, want de markt voor deze grondstof is weinig transparant. Het is bijvoorbeeld onmogelijk om in lithium te beleggen omdat er geen futuresmarkt is waar deze grondstof wordt verhandeld. Een mogelijk zwakke conjunctuur in eindmarkten als ruimtevaart, de automobielsector en de bouw kan AMG afremmen. Daarnaast zijn er ook wisselkoersrisico's waarmee rekening moet worden gehouden. Ondanks dat schuiven we dit aandeel naar voren als een kanshebber, juist omdat AMG moet kunnen profiteren van de wereldwijde energietransitie.

AMG is zoals gezegd niet alleen actief op de lithiummarkt, maar ook op die voor een aantal andere minder voor de hand liggende metalen. Het belangrijkste neerwaartse risico voor het aandeel zal in verband staan met eventuele scherpe bewegingen van de metaalprices die het meest relevant zijn voor de activiteiten van het bedrijf. Buiten lithium is Ferro Vanadium het belangrijkste metaal voor de winstgevendheid van AMG. Voor de toekomstige evolutie van de beurskoers zijn uiteraard de jaarcijfers belangrijk die op 22 februari bekend werden gemaakt. De resultaten over het derde kwartaal waren duide-

lijk beter dan verwacht, dit omdat de volledige impact van de hoge lithiumprijzen in deze cijfers zichtbaar was. Die trend zou zich ook in het vierde kwartaal doorgezet moeten hebben. Het profiel van AMG is bovendien een stuk veerkrachtiger geworden, waardoor AMG beter zou kunnen standhouden binnen de economische cycli.

Fundamentele kenmerken AMG

Winst per aandeel 2021:	€ 3,77
Tax. winst per aandeel 2022:	€ 5,6
Tax. winst per aandeel 2023:	€ 6,5
Koers-winstverhouding 2021:	9,25
Koers AMG:	€ 35
ISIN code:	NL0000888691
Tickersymbool:	AMG.AS
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€ 42,32
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€ 21,40
Dividend:	€ 0,60
Dividendrendement:	1,75%
Aantal uitstaande aandelen:	31,88 miljoen stuks
Marktkapitalisatie:	€ 1,16 miljard
Sector:	grondstoffen
Return on assets:	8,97%
Return on equity:	36,61%



Arcadis bouwt aan sterke orderportefeuille

Arcadis staat al langere tijd op de kooplijst van Aberfeld. Het Nederlandse advies- en ingenieursbureau deed vorig jaar drie belangrijke overnames en ontving de afgelopen weken een aantal interessante opdrachten. Ondanks de recente koersstijging vinden wij het aandeel nog altijd ondergewaardeerd.

Het afgelopen jaar deed Arcadis drie belangrijke overnames. Halverwege september werd het Duitse advies- en ingenieursbureau Giftge Consult overgenomen. Giftge Consult adviseert organisaties op het gebied van de energietransitie en richt zich daarbij hoofdzakelijk op de voor Arcadis belangrijke Duitse markt. Er is geen overnameprijs bekendgemaakt.

Eind september rondde Arcadis de acquisitie van IBI Group af voor CAD 873 miljoen (€664 miljoen). Het Canadese ontwerp bureau houdt zich in zijn thuismarkt en de Verenigde Staten vooral bezig met het verduurzamen van gebouwen. IBI Group is de afgelopen jaren sterk gegroeid en realiseerde over 2021 een ebitda-marge van 15,3%.

Begin december werd de overname van DPS Group afgerond. Het Nederlandse ingenieursbureau richt zich op farmaceuten en halfgeleiderproducenten in Noord-Amerika en Europa. Arcadis legde voor deze acquisitie €232 miljoen op tafel. Klanten van DPS Group zijn onder meer GlaxoSmithKline, Janssen Bio-

logics en MSD. DPS Group heeft 2.850 werknemers en realiseerde over 2021 een omzet van ongeveer €289 miljoen, met een ebitda-marge van 9,5%.



Interessante projecten

Onlangs werd bekendgemaakt dat Havenbedrijf Rotterdam Arcadis de opdracht heeft gegeven om voorbereidingen te treffen voor de renovatie van de Rozenburgsesluis. In het derde of vierde kwartaal wordt de aannemer voor het project geselecteerd. De renovatie zal begin 2024 van start gaan en naar verwachting anderhalf jaar in beslag nemen. Er zijn geen financiële details bekendgemaakt.





Op 16 januari kreeg Arcadis de opdracht van Automotive Cells Company om de planning en het projectmanagement te ondersteunen voor de bouw van een gigafabriek in Kaiserslautern. Automotive Cells Company is een joint venture tussen Stellantis, Mercedes-Benz en Saft, een dochteronderneming van TotalEnergies. Arcadis gaat de projectprocessen coördineren zodat de deadlines worden gehaald, en zal erop toezien dat de kosten beheersbaar blijven. In 2025 moet de eerste productielijn in gebruik worden genomen en in 2030 moet de fabriek gereed zijn om jaarlijks batterijen voor meer dan 600.000 voertuigen te leveren. Het is onduidelijk hoeveel dit project Arcadis gaat opleveren.

Een dag later werd bekend dat Arcadis de komende jaren samen met de Amerikaanse branchegenoot Mott MacDonald via een joint venture gaat werken aan East San Fernando Valley Light Rail Transit in Los Angeles, een spoorwegtraject dat de openbare vervoersverbindingen in de San Fernando Valley moet verbeteren. Opdrachtgever LA Metro gaat op het traject onder meer veertien nieuwe stations aanleggen en Arcadis zal via digitale modellen situaties gaan testen. Tevens zal het samen met partner Mott MacDonald de administratie, inspectie en bouwondersteuning verzorgen. De opdracht loopt tot 2029 en levert de joint venture in totaal \$15 tot \$25 miljoen op.

Conclusie

Sinds begin dit jaar is de aandelenkoers van Arcadis met 7,6% opgelopen en staat daarmee rond hetzelfde niveau als een jaar geleden. Wij denken dat

Arcadis er nu echter veel beter voor staat. Met de overname van DSP Group verstevigt het advies- en ingenieursbureau zijn positie in de markten voor bio-wetenschappen en halfgeleiderproductie, sectoren waarvan wordt verwacht dat ze de komende jaren met dubbele cijfers zullen groeien. De overname van IBI Group draagt positief bij aan de ebitda-marge en de recent verworven projecten zorgen voor een goedgevulde orderportefeuille. Wij denken dan ook dat Arcadis een eventuele recessie goed moet kunnen doorstaan. Aberfeld is positief en stelt het koersdoel vast op €45.

Auteur heeft op het moment van schrijven geen positie in Arcadis.

Fundamentele kenmerken Arcadis

ISIN-code:	NL0006237562
Ticker:	ARCAD
Sector:	Bouw
Beurs:	Amsterdam
Aantal uitstaande aandelen:	89,565 miljoen
Vrij verhandelbare aandelen:	68,371 miljoen
Koers 31 januari:	€39,44
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€32,32
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€30,84
Koers-winstverhouding:	20,1
Dividendrendement:	2,8%

Specialist aan het woord

De daling van de aandelen- en obligatiemarkten vorig jaar is achteraf eenvoudig te verklaren. Stijgende inflatie veroorzaakte stijgende rentes, waardoor aandelen en obligaties onder druk kwamen te liggen. Wijsheid achteraf zult u zeggen, maar dat is niet zo. Een nuchtere analyse van de economische cijfers begin 2022 liet de trend in inflatie duidelijk zien en de reactie van centrale banken daarop, het verhogen van de rente, was logisch.

Bij Aberfeld analyseren wij de markten op een nuchtere wijze. Dankzij jarenlange ervaring laten wij ons niet zomaar verrassen. Een stijgende rente is in eerste instantie nooit goed voor de aandelenmarkt, dat is een heldere beurswijsheid. Als beleggers de keuze hebben om hun geld risicoloos te beleggen tegen een aantrekkelijke rente of in aandelen met een onzeker dividend van 3 of 4 procent is dat vaak een moment om aandelen in te ruilen voor een belegging met een vaste rentevergoeding. Die rente moet wel in het licht gezien worden van de inflatie, reden waarom die zo belangrijk is voor beleggers. Al zou de rente 5% zijn, dan nog hebt u bij een inflatie van 10% een negatief rendement van -5% op uw spaargeld. Daarvoor is beleggen een noodzaak, ons vak!

Ook voor ondernemingen is de hogere rente een probleem, want de financieringskosten stijgen en die kunnen de winst drukken, tenzij deze kosten door kunnen worden berekend. Een bijkomend effect van hogere rentes is dat dit een trendbreuk gaat betekenen voor het inkopen van eigen aandelen. De laatste jaren kopen beursgenoteerde bedrijven "en masse" eigen aandelen in. Ze zien dit als een extra uitkering aan de aandeelhouders. Als de overvloedige liquiditeiten van een onderneming echter een fors rendement opleveren, dan wordt de overweging om eigen aandelen in te kopen een stuk minder aantrekkelijk.

Nuchtere analyses en conclusies kenmerken het beleggingsbeleid van Aberfeld International. Dat vormt de basis van onze resultaten die zich onderscheiden van andere beheerders. Wij maken actief gebruik van optiestrategieën als we tot de conclusie komen dat risico's in de markt toenemen. Onze klanten hebben daar al veel baat bij gehad en zullen daar ook dit jaar weer van profiteren.

Vooruitkijken is moeilijk maar er zijn genoeg gegevens beschikbaar om de beleggingsportefeuilles goed in te richten. We zien sinds het begin van dit jaar de aandelenmarkten stijgen. Deze stijging wordt ge-

dragen door optimisme over de inflatie ontwikkeling en daarop volgend de rente. De markt gaat uit van een dalende inflatie/rente later dit jaar. Bij Aberfeld zijn wij daar iets voorzichtiger in. Wij verwachten dat de rente voorlopig niet zal dalen, we gaan eerst nog omhoog. Op een lange termijn is een reëel niveau van de rente ergens tussen de 4 en 6 procent. We zijn daar nog een eindje vanaf. Wat de inflatie betreft, zien we bemoedigende signalen maar deze zijn nog niet overtuigend. De energieprijzen zullen naar onze mening eerder weer gaan stijgen dan dalen en ook de kosten van consumentenproducten zullen zeker nog niet dalen. Deze visie verwerken wij in de keuze van aandelen die wij in onze cliënten in de portefeuilles opnemen.

Onze rendementen zijn hoog, maar we zijn voorzichtig. En we zijn flexibel; elke markt en elke economische situatie biedt nieuwe kansen. Kansen die we zullen benutten. Wij kijken met veel enthousiasme vooruit.

**Hartelijke groet,
André van Eerden**



Ondergewaardeerde KBC Ancora is een volwaardig alternatief voor een belegging in KBC zelf

KBC-groep, waarin Ancora een flink belang heeft, kwam recent met topcijfers gedreven door 5 procent beter dan verwachte renteresultaten wat ertoe leidde dat het resultaat 7 procent beter was dan verwacht. Het management wil €1,4 miljard kapitaal teruggeven aan aandeelhouders in de vorm van cash of inkoop van eigen aandelen. Aberfeld maakte een uitgebreide analyse over de groep.

Waarom KBC Ancora?

Aberfeld hanteert een koopadvies voor het Belgische banktaandeel KBC, maar handige beleggers kunnen er ook voor kiezen om via een houdstermaatschappij in deze bank te beleggen. KBC Ancora is een zogenaamde single asset holding, met als enige activiteit een belang in KBC Groep van 18,6%. Historisch gezien noteert het aandeel KBC Ancora met een discount ten opzichte van de intrinsieke waarde (NAV). Door de afbouw van de schulden en de geleidelijke toename van de free float (het aantal verhandelbare aandelen) mag worden verwacht dat de korting ten opzichte van de NAV in de toekomst zal verkleinen. Die korting bedroeg over de afgelopen vijf jaar gemiddeld 34% en zou wat ons betreft moeten afnemen tot minder dan 25%. Dat betekent dat dit aandeel in feite een dubbel koopadvies verdient. Ten eerste omdat KBC (€68) zelf ook koopwaardig is met een koersdoel van €77 en ten tweede omdat wij van mening zijn dat de discount bij KBC Ancora nu te hoog is. Aberfeld adviseert beleggers dan ook om dit aandeel aan boord te halen. De toekomst voor de Europese banken ziet er tegen de achtergrond van de stijgende rentevoeten een stuk beter uit.

Profiel

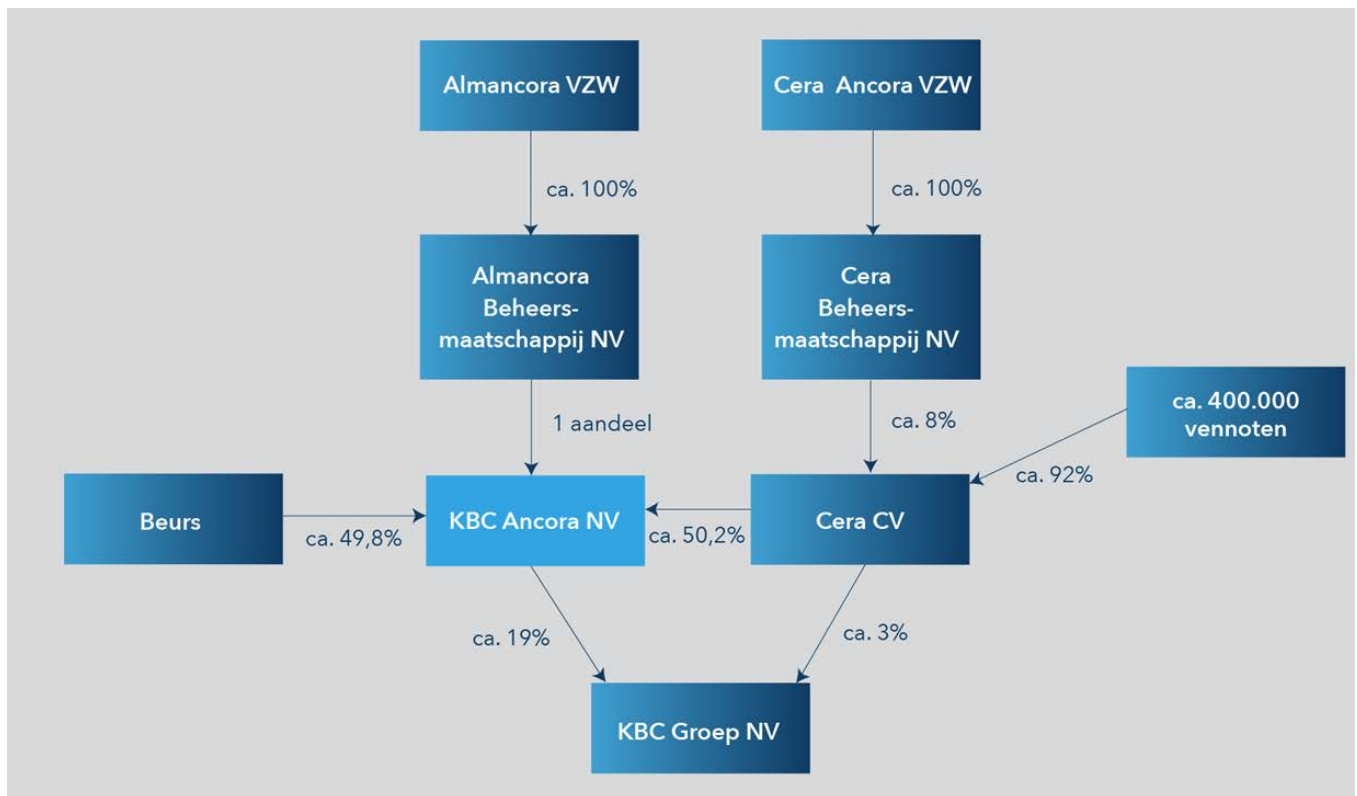
KBC Ancora is een single asset holding, die als enige activiteit een belang in KBC Groep heeft van 18,6%. De structuur van de groep is voor buitenstaanders misschien wat ingewikkeld, maar het schema op de volgende pagina zal het beeld ongetwijfeld verduidelijken. De holding maakt enerzijds deel uit van de Cera-groep, met Cera als grootste aandeelhouder. Daarnaast zorgt KBC Ancora samen met Cera, MRBB en de andere vaste aandeelhouders (AVA's) voor de aandeelhoudersstabiliteit en de continuïteit van KBC Groep. Cera is een coöperatieve financiële groep met een dubbele opdracht. Voorop staat dat het vermogen van de groep, dat voornamelijk is geïnves-

teerd in KBC, professioneel moet worden beheerd. Samen met de partners staat de groep garant voor de stabiliteit en de verdere ontwikkeling van de groep. Daarnaast heeft Cera zich ten doel gesteld om de fundamentele waarden van de coöperatie, namelijk samenwerking, solidariteit en respect voor het individu, een eigentijdse invulling te geven. Ze hechten dan ook veel waarde aan inspraak van de vennoten en zijn maatschappelijk betrokken.

Almancora Beheersmaatschappij NV is de statutaire bestuurder van KBC Ancora NV, die in die hoedanigheid het beleid bepaalt van KBC Ancora NV. In de raad van bestuur zetelen ten minste vier vertegenwoordigers van de vennoten van Cera, minstens twee gedelegeerde bestuurders en minstens drie onafhankelijke bestuurders. Uiteindelijk is de structuur van de holding niet echt belangrijk voor (kandidaat-)beleggers in de aandelen KBC Ancora. Zowel KBC als KBC Ancora noteren op de Brusselse beurs, maar het aandeel van de bank is (veel) liquider dan dat van de holding. Van KBC worden dagelijks gemiddeld meer dan 500.000 aandelen verhandeld, terwijl er van KBC Ancora slechts enkele tienduizenden worden verhandeld. De free float van laatstgenoemde zal in de toekomst echter toenemen. Cera heeft het zijn belang in KBC Ancora, dat in 2010 nog 60% bedroeg, afgebouwd naar circa 50% en zal dat belang met 0,5% tot 1% per jaar geleidelijk blijven afbouwen, tot het is teruggebracht naar een belang van ongeveer 30%. De handel in het aandeel zal dus steeds liquider worden.

Cijfers

In de eerste helft van boekjaar 2022/2023 boekte KBC Ancora een winst van € 71,3 miljoen, waar er in dezelfde periode een jaar eerder nog sprake was van een winst van € 223,9 miljoen. Dat lijkt op het eerste oog een forse winstdaling te zijn, maar die terugval in



Structuur KBC Ancora NV.

de winst is veroorzaakt door het dividendbeleid van KBC. In november 2022 werd een interim-dividend uitgekeerd van € 1 per KBC Groep-aandeel. In november 2021 is er zowel een interim-dividend van €1 per aandeel over boekjaar 2021 uitgekeerd, als een extra dividend van € 2 per aandeel over boekjaar 2020. Het laatstgenoemde dividend kon vanwege de coronapandemie niet eerder worden uitgekeerd. Het winstcijfer dat KBC Ancora bekendmaakt, weerspiegelt dus steeds de dividendpolitiek van KBC Groep. De kosten bestaan hoofdzakelijk uit rentekosten op schulden (€ 4,6 miljoen), operationele werkingskosten (€ 1,3 miljoen) en de belastingen op de effectenrekeningen van de holding (€ 0,3 miljoen). Op 31 december 2022 bedroeg het balanstotaal € 3,8 miljard. Het aantal aandelen dat KBC Ancora aanhoudt in KBC Groep bleef ongewijzigd op 77.516.380.

Pro's:

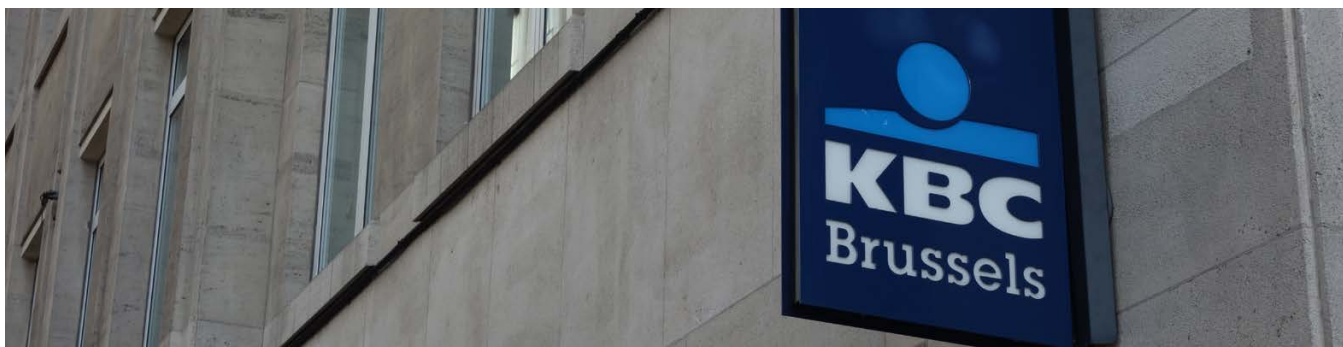
- Het aandeel is ondergewaardeerd ten opzichte van KBC.
- Tegen de achtergrond van de stijgende rentevoeten zien de vooruitzichten voor de banksector zien er niet slecht uit.
- Een geleidelijke toename van de free float kan de korting ten opzichte van de NAV doen afnemen.

Contra's:

- Het is voor buitenstaanders lastig de structuur van de holding te doorgronden.
- Een geringe liquiditeit kan ervoor zorgen dat de koers achterblijft ten opzichte van KBC.
- KBC Ancora belegt als holding maar in één aandeel en van diversificatie is dus geen sprake.

Conclusie

In tegenstelling tot KBC, hanteert KBC Ancora een gebroken boekjaar. Het spreekt voor zich dat de reactie van de beurs op de cijfers en de dividend aankondiging van de bank een effect op de beurskoers van de holding zal hebben. Voor bezitters van aandelen KBC Ancora is het vooral van belang wat KBC Groep beslist inzake de uitkering van een slotdividend over boekjaar 2022 in de eerste jaarhelft van 2023. Op basis van de hoogte van het dividend van KBC zal de raad van bestuur van KBC Ancora eind mei 2023 een beslissing gaan nemen over het uit te keren interim-dividend over boekjaar 2022/2023, en dit conform de gevoerde dividendpolitiek van KBC Ancora. KBC Ancora heeft volgens deze dividendpolitiek de intentie om 90% van het voor uitkering vatbare recurrente resultaat uit te keren als (interim-)dividend.



Bepaalde risicofactoren kunnen een impact hebben op de waarde van de activa van KBC Ancora en op de mogelijkheid om een dividend uit te keren. Wij achten die risicofactoren echter verwaarloosbaar en ze gelden bovendien voor alle financiële instellingen. Zo vroeg de Europese Centrale Bank op 15 december 2020 aan alle Europese banken om de uitkering van contante dividenden en de inkoop van eigen aandelen tot en met 30 september 2021 te staken of te beperken. Dit verzoek had uiteraard alles te maken met de aanhoudende onzekerheid over het economisch effect van de coronapandemie. Inmiddels is deze aanbeveling opgeschort en we verwachten niet dat er op korte of middellange termijn opnieuw een soortgelijke maatregel wordt getroffen.

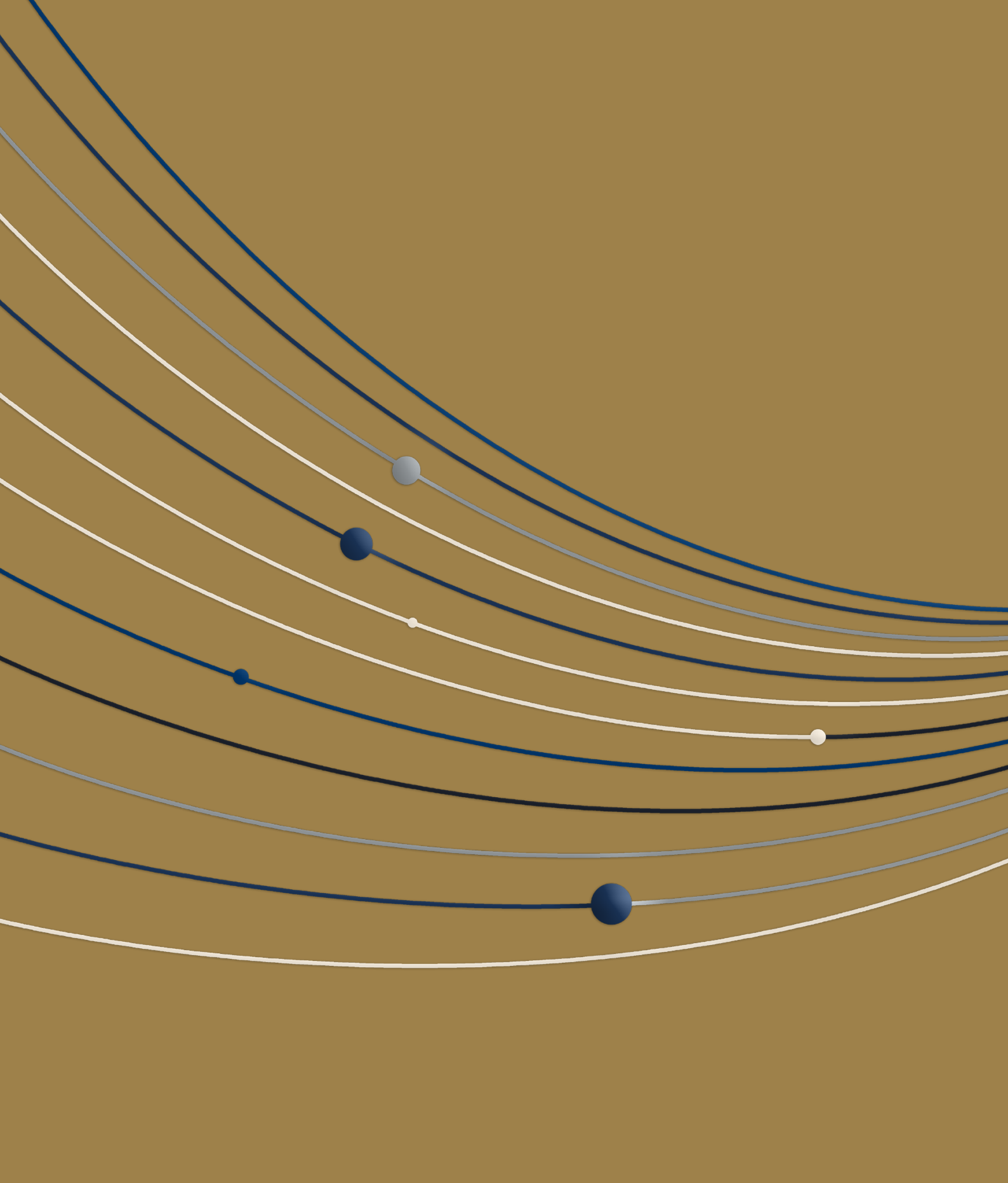
We gaan ervan uit dat KBC Ancora zowel dit jaar als in de komende jaren gewoon dividend gaat uitkeren. Bovendien denkt Aberfeld dat er extra ruimte vrij komt voor het verhogen van dat dividend. Nu de resultaten groeien zal de bank KBC immers ook hogere dividenden gaan uitkeren. Bovendien is er ruimte voor een extra stijging wanneer de discount ten opzichte van de NAV afneemt. Een verdere afbouw van de schulden en een geleidelijke toename van het aantal uitstaande aandelen zou naar onze mening automatisch moeten leiden tot een lagere korting ten opzichte van de NAV. Die korting bedroeg over de afgelopen vijf jaar gemiddeld 34% en zou kunnen afnemen tot minder dan 25%. Dat zou kunnen gebeuren door terugkoop eigen aandelen, wat betekent dat de koers een extra duwtje in de rug kan krijgen.

Kort samengevat verdient dit aandeel volgens Aberfeld een dubbel koopadvies: KBC is zelf koopwaardig en de discount zal afnemen. Naar onze mening past dit aandeel ondanks de beperktere liquiditeit in elke portefeuille. KBC Ancora is vooral aantrekkelijk vanwege zijn aantrekkelijke dividendrendement van circa 10%. Dat rendement is flink hoger dan dat van de

KBC Groep zelf, wat natuurlijk komt omdat de koers van KBC Ancora met een korting wordt verhandeld ten opzichte van het aandeel KBC. Wat KBC zelf betreft: de renteverhogingen door de Europese Centrale Bank zitten ook daar nog niet volledig in de koers verrekend en we zien voor het aandeel KBC hogere koersen. Dankzij die hogere rentevoeten moet de bank in staat zijn de kostenstijgingen en de loonindexering in België op te vangen. Wij kiezen echter voor de communicerende vaten en dan slaat het voordeel duidelijk door naar KBC Ancora dat wij een koersdoel meegeven richting €60.

Fundamentele kenmerken KBC Ancora

Winst per aandeel 2021/2022:	€ 10,29
Tax. winst per aandeel 2023/2024:	€ 4,94
Tax. winst per aandeel 2023/2024:	€ 5,15
Koers-winstverhouding 2021/2022:	4,40
Koers op moment van schrijven:	45
ISIN code:	BE0003867844
Tickersymbool:	KBCA.BR
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€ 47,10
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€ 31,66
Dividend taxatie dit jaar:	€4,49
Dividendrendement:	10%
Aantal uitstaande aandelen:	77,24 miljoen stuks
Marktkapitalisatie:	€ 3,5 miljard
Sector financiële:	sector
Return on assets:	-0,05%



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

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