

31 maart 2023



Aberfeld
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

INHOUD



De inflatie blijft hoog, maar de economie is veerkrachtig 1

Alle banken werden meegezogen met het sentiment rondom een paar lokale Amerikaanse banken en Credit Suisse, die in de problemen kwamen. Toch meldde het Amerikaanse ministerie van Financiën: 'Hoewel sommige Amerikaanse banken onder druk zijn komen...



Unilever, een blue chip in uw portefeuille 3

Wij blijven Unilever, het bedrijf achter merken als Dove, Ben & Jerry's en Andrélon, een ondergevalueerd aandeel vinden, omdat het als belegging veel aantrekkelijke elementen biedt. Zo is er sprake van een uitstekende winstgroei en bedraagt de cash-return 5%...



Bandenspecialisten krijgen weer grip op de weg 5

Bandenfabrikanten kampten de afgelopen jaren met een ware slijtageslag van de resultaten. De coronapandemie leidde tot minder wegverkeer en de autoproductie daalde door problemen in de toeleveringsketen. Verder zorgden hoge energie- en grondstofprijzen...



Specialist aan het woord 10

Sinds onze laatste nieuwsbrief van drie maart is er al weer veel gebeurd. De rentes zijn verhoogd en ook de inflatiecijfers lieten nog steeds niet een echte daling zien. In de afgelopen weken zagen we een paar banken die in moeilijkheden kwamen...



Correctie in de verzekeringssector biedt kansen 11

De aandelen uit de verzekeringssector kregen het recent ook op de Amsterdamse beurs zwaar te verduren als gevolg van de vrees dat de problemen bij Credit Suisse tot (zware) financiële verliezen zouden kunnen leiden. Na een eerste schrikreactie bij de beleggers...

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 inflatie blijft hoog, maar de economie is veerkrachtig

Alle banken werden meegezogen met het sentiment rondom een paar lokale Amerikaanse banken en Credit Suisse, die in de problemen kwamen. Toch meldde het Amerikaanse ministerie van Financiën: ‘Hoewel sommige Amerikaanse banken onder druk zijn komen te staan, blijft het Amerikaanse banksysteem gezond en veerkrachtig’. Volgens hen is het algehele financiële systeem nog steeds gezond. De rust bewaren blijft de gouden regel, en die rust wordt bewaakt en gesteund door een ijzersterk vangnet van de centrale banken.

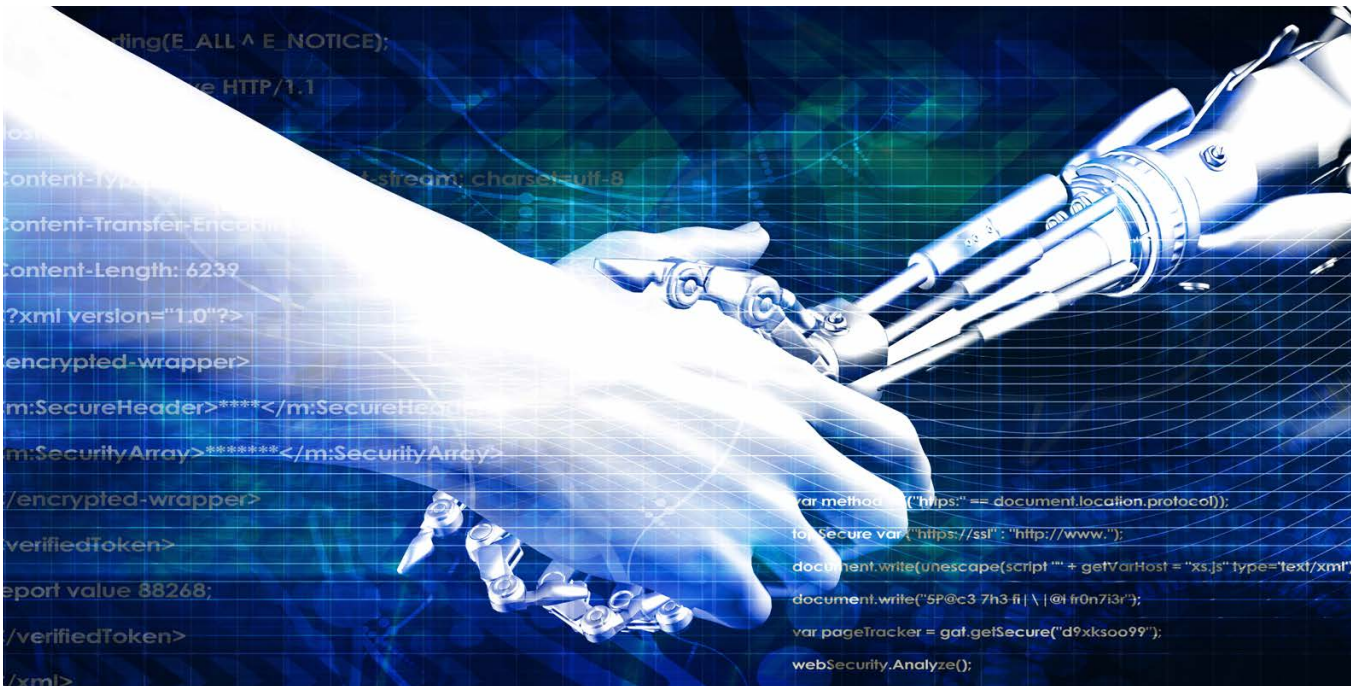
In een omgeving waar de inflatie nog een rol speelt, zijn beleggers onzeker en dat zien we terug in volatiele koersen. Dit is een overgangperiode totdat de Fed en de ECB de inflatie onder controle krijgen. Dat ze daar alles aan doen staat buiten kijf. Dit is de belangrijkste overweging om geen grote wijzigingen in onze portefeuilles aan te brengen. Beleggen doet men door een evenwichtige spreiding in de portefeuille te hebben en daardoor heeft de situatie minder invloed op de lange termijn. Uiteraard geeft het veel kansen en die nemen wij dan ook, wat in ons rendement dat wij voor onze cliënten behalen zichtbaar is!

Aberfeld International denkt dat de inflatie in de loop van 2023 verder zal dalen dankzij het restrictievere monetaire beleid. Dit zal leiden tot normalisering van de markten. Het zal een geleidelijke vooruitgang zal zijn, waarbij de inflatie tot eind 2023 blijft dalen en medio 2024 terugkeert naar de doelstelling van 2%. De weg naar de streefinflatie kent uitdagingen en zal waarschijnlijk een tol vragen. Het is paradoxaal, want doordat de cijfers voor de economie sterk blijven, kan men zich afvragen of er een recessie volgt. Als de economie sterk blijft draaien, doet het monetaire beleid in wezen niet wat het zou moeten doen,

met andere woorden: er vindt geen vertraging plaats, zodat de inflatie daalt. Dat kan betekenen dat de Fed agressiever zal moeten zijn en de rente blijven verhogen moet tot de economische activiteit voldoende kan vertragen zodat de arbeidsmarkt kan afkoelelen en de inflatiedruk verder kan afnemen. De bankencrisis heeft op deze laatste gedachte in ieder geval een goede uitwerking.

Als de economie in een “oppervlakkige recessie” zal belanden, zal dat de werkloosheid verhogen, maar naar mijn verwachting niet zoveel als we in het verleden zagen tijdens recessies. Dat komt





door het tekort aan arbeidskrachten, iets dat op de lange termijn een punt van aandacht zal blijven aangezien demografische trends het aantal beschikbare arbeidskrachten verkleinen. Het tekort aan arbeidskrachten blijft dus onderdeel van de toekomst. We maken ons al jaren zorgen over automatisering. Maar we denken dat het juist kan helpen om deze arbeidstekorten op te lossen. Menselijke vindingrijkheid en technologische hoogstandjes kunnen helpen om dat te overwinnen. Het hoeft geen betoog dat wij die ontwikkelingen op de voet volgen.

Zaken zullen normaliseren en de vooruitzichten voor de lange termijn zien er niet alleen goed uit, maar ook beter dan toen de Fed de rente begon te verhogen. De aandelenmarkten zijn gedaald en ze zijn

redelijker gewaardeerd. De aanvoerketens zijn weer op orde en de energieprijzen gestabiliseerd.

Daarnaast zijn de internationale markten meer gericht op waarde dan op groei. Dat is belangrijk, want we voorzien dat waarde-aandelen het de komende jaren beter zullen doen. In een regime waarin de rente hoger blijft, komt dat meer ten goede aan de waarde dan aan de groei. Vanaf dit punt is dit eigenlijk een tijd waarin u als belegger de ontstane kansen moet gaan benutten en die aandelen op moet nemen in uw portefeuille. Beleggen is vooruitzien.

Alle factoren die een rol spelen bij de waardering van aandelen monitoren we ieder dag voor onze cliënten. In de portefeuilles waken we voor een goede en degelijke spreiding. Ons beleggingsbeleid is dat we blijven bouwen op de fundamentele prestaties van bedrijven en al onze analyses zijn gebaseerd op een positieve langetermijnvisie. Voor het extra rendement zetten we passende strategieën in. Wij zijn zeer trots dat dit de afgelopen jaren zijn vruchten heeft afgeworpen. Op televisie bleek ook dat Aberfeld beduidend hoger presteerde dan haar concullega's. Hoe wij dat doen leg ik u graag uit in een persoonlijk gesprek. Neem gerust contact op, ik maak graag persoonlijk een afspraak met u.

**Hartelijke groet,
Janette Buitenkamp**



Unilever, een blue chip in uw portefeuille

Wij blijven Unilever, het bedrijf achter merken als Dove, Ben & Jerry's en Andrélon, een ondergewaardeerd aandeel vinden, omdat het als belegging veel aantrekkelijke elementen biedt. Zo is er sprake van een uitstekende winstgroei en bedraagt de cash-return 5%. Daarnaast is de nieuwe CEO zeer gemotiveerd om de beleggers in alles tegemoet te komen. In de vorm van Nelson Peltz is er namelijk een activistische aandeelhouder doorgedrongen in de raad van Unilever en hij heeft maar één doel: de onderneming splitsen, tenzij de waardering rechtvaardiger wordt. Het aandeel kan nog steeds worden gekocht en het is met een dividendrendement van 4% een blue chip in uw portefeuille. Shell is eveneens vertrokken en naar verwachting zullen er nog meer bedrijven volgen. Het kabinet schijnt niet te begrijpen dat wanneer ondernemingen dergelijke stappen zetten en daarmee hun 'roots' volledig doorsnijden, een weg terug nagenoeg onmogelijk is. We zijn een klein land en we zouden moeten koesteren wat we hebben. Dat wil niet zeggen dat we naar de pijpen van de multinationals moeten dansen, maar we zouden wel moeten kijken naar de regelgeving van andere landen die blijkbaar een aantrekkelijker vestigingsklimaat hebben. Voor beleggers maakt het uiteindelijk allemaal niet uit.

Door de jaren heen heeft Unilever stabiele merken opgebouwd, die een hoog financieel rendement geven omdat ze in bijna alle gevallen marktleider zijn. Bedrijven als Unilever zijn goede voorbeelden van bedrijven met prijszettingsvermogen. Uit de cijfers bleek dat het bedrijf de inflatie en alle bijbehorende inputkosten waarmee het in 2022 te maken had, goed aan zijn klanten wist door te berekenen. Gedreven door hogere prijzen (13,3% versus 12,1%) boekte Unilever een autonome omzetgroei van 9,2% (verwacht 8,2%), terwijl de volumedaling volgens verwachting was. Vergeleken met de Amerikaanse concurrenten is de volumeprestatie zeer bemoedigend. Het bedrijfsresultaat was in overeenstemming met onze verwachtingen. Voor het lopende jaar 2023 rekt het management op een autonome omzetgroei die aan de bovenkant van de bandbreedte van 3 tot 5% zou moeten liggen. Volgens de verwachtingen zullen de volumes over de eerste zes maanden af-

nemen. Het management rekt op een marginale margeverbetering waar analisten uitgingen van een verbetering met 50 basispunten. Voor de rest is er sprake van prima cijfers, zeker gezien de prijs die beleggers momenteel voor het aandeel betalen. Unilever zal dit jaar ook doorgaan met kostenbesparingen die naar verwachting € 2 miljard zullen bedragen. Het management was bij de presentatie van de cijfers over 2023 optimistisch over de groeikansen in Azië. Vanaf het tweede kwartaal van 2023 verwacht de CEO een aanzienlijke stijging in de Chinese Food Solution en Beauty-activiteiten.

Unilever heeft een sterke marktpositie en is een goed gediversifieerde onderneming

Unilever heeft een grote blootstelling aan opkomende markten, waar de vraag doorgaans sneller groeit dan in de westerse ontwikkelde markten. Ruim 50% van de omzet komt uit deze opkomende mark-





ten. Daarnaast voert Unilever enkele aantrekkelijke eindmarktcategoryën die vooral zijn te vinden in producten voor persoonlijke verzorging en schoonheidsproducten, die sneller kunnen groeien dan de totale markt. Persoonlijke verzorging, schoonheid en welzijn zullen op de lange termijn waarschijnlijk de meest winstgevende segmenten zijn voor Unilever. Producten voor huishoudelijke verzorging en voeding zullen naar verwachting langzamer groeien. En dan komt de blootstelling aan de opkomende markten weer om de hoek kijken, want naarmate mensen rijker worden willen ze meer beschikken over geavanceerde merkproducten. Portefeuilleoptimalisatie ligt dan voorhanden van snelgroeiende producten, zoals huidverzorging en plantaardige (groene) producten, verder te ontwikkelen en uit te breiden.

Barnaby Wilson, directeur en portefeuillebeheerder bij Lazard Asset Management, verwacht dat Unilever het op het huidige niveau van financiële productiviteit en groei ongeveer acht jaar moet volhouden om de huidige marktkapitalisatie van ongeveer \$125 miljard te rechtvaardigen. Hij is er redelijk zeker van dat de sterke merken van Unilever en de groeimogelijkheden binnen de diverse categoryën en geografische markten het bedrijf in staat zullen stellen om gedurende langere tijd sterke financiële productiviteit en

groei te realiseren. Hij is dan ook van mening dat het aandeel Unilever momenteel ondergewaardeerd is.

Geen harde loper

Het aandeel is geen aandeel waarvan je mag verwachten dat de koers op korte termijn met 15% gaat stijgen. De koersdoelen liggen zo rond de € 53, wat vanaf de huidige koers een fraaie winst is waar het dividend dan nog bij opgeteld mag worden. Daarnaast kan het schrijven van een calloptie extra rendement opleveren. Toch zijn er wel extra mogelijkheden voor de koers van het aandeel. De koers kan een impuls krijgen als Unilever plotseling sterker blijkt te groeien dan was verwacht of als er een desinvestering of juist een grote overname plaats gaat vinden. De activistische belegger Nelson Peltz heeft bij Unilever een bestuurszetel weten te bemachtigen. Deze bekende succesvolle Amerikaanse investeerder is benoemd tot niet-uitvoerend bestuurder, een rol die vergelijkbaar is met die van commissaris, en in die positie kan hij waarschijnlijk meer invloed gaan uitoefenen. Wat hij ook gaat doen, hij zal altijd de belangen van de beleggers dienen. Als grote belegger in Unilever heeft hij immers maar één belang en dat is rendement op zijn geïnvesteerde vermogen. Niet meer en niet minder.

Bandenspecialisten krijgen weer grip op de weg

Bandenfabrikanten kampten de afgelopen jaren met een ware slijtageslag van de resultaten. De coronapandemie leidde tot minder wegverkeer en de autoproductie daalde door problemen in de toeleveringsketen. Verder zorgden hoge energie- en grondstofprijzen voor druk op de opbrengsten van bandenfabrikanten. Met een toename van het aantal afgelegde kilometers door consumenten en de elektrificatie van voertuigen hopen bandenfabrikanten de marges weer op te krikken. Het herstel kan hobbelig verlopen, maar beleggers die geduld hebben kunnen volgens ons rijkelijk worden beloond.

Als gevolg van de coronacrisis en de oorlog in Oekraïne zijn de grondstofprijzen voor bandenfabrikanten flink opgelopen. De olieprijs stegen tot halverwege vorig jaar tot boven de \$120 per vat en de prijs voor rubber noteerde halverwege vorig jaar op \$2 per kilo. Tegelijkertijd ontstond er een tekort aan halfgeleiders, waardoor de autoproductie vertraging opliep en de vraag naar banden afnam. Uiteindelijk werden er het afgelopen jaar meer dan 68 miljoen auto's geproduceerd, 7,9% meer dan in 2021. Het aantal nieuw geregistreerde auto's kwam uit op 66,2 miljoen en ligt daarmee nog altijd ver onder het niveau van 2019, oftewel voordat de coronapandemie uitbrak.

De coronacrisis leidde ertoe dat het aantal afgelegde kilometers flink afnam, en consumenten en bedrijven minder snel hun banden hoefden te vervangen. De pandemie zorgde in combinatie met langere levertijden voor nieuwe auto's voor een stormloop op de

markt voor tweedehandsauto's. Door de geldende beperkingen in het openbaar vervoer besloten meer consumenten om een auto aan te schaffen. Nu de corona-beperkingen in Europa al enige tijd zijn opgeheven, blijkt dat consumenten hun tweedehandsauto niet van de hand doen. Deze mensen ervaren nu het gemak van een eigen auto en leggen daardoor meer kilometers af. De nog altijd hoge inflatie en het lage consumentenvertrouwen zorgen ervoor dat de wereldwijde vraag voor het vervangen van banden dit jaar naar verwachting zwak blijft. Op middellange termijn moeten een toename van het aantal gereden kilometers en een economisch herstel ertoe leiden dat de vraag naar banden toeneemt.

Een kans voor bandenproducenten is de verdere elektrificatie van het wagenpark. De Europese Unie wil per 2035 de productie van nieuwe auto's met verbrandingsmotoren afschaffen en dat autofabrikanten volledig overgaan op elektromotoren. Voorlopig gaat



Duitsland hier niet mee akkoord en stellen zij voor om nieuwe auto's met synthetische brandstoffen (e-fuels) ook toe te laten. Momenteel is wereldwijd 10% van alle verkochte auto's elektrisch aangedreven. De verwachting is dat dit aantal de komende jaren fors gaat toenemen. Elektrische auto's hebben door hun accu's een hoger gewicht en het koppel is direct beschikbaar, waardoor de vervangingscyclus van banden tot 20% korter kan zijn. Om dit op te vangen ontwikkelen fabrikanten banden die specifiek geschikt zijn voor elektrische voertuigen en vragen hiervoor een meerprijs. Naarmate het wagenpark verder elektrificeert zal de vervangingsvraag toenemen en zullen de bandenfabrikanten meer banden met een hogere winstmarge verkopen.

Defensieve belegging met prima rendement

Beleggen in bandenfabrikanten is een vrij defensieve vorm van beleggen. Ongeveer 75% van de verkoopvolumes is gerelateerd aan het vervangen van banden. In een laagconjunctuur presteren bandenfabrikanten vaak slechter dan de markt, omdat consumenten en bedrijven in deze periode het vervangen van hun banden en voertuigen vaker uitstellen.

Bij een herstel van de economie presteren bandenfabrikanten meestal beter dan andere bedrijven uit de automotive sector. Beleggers dienen echter niet alleen te kijken naar de autobranche. Banden worden ook gebruikt voor vrachtwagens, motorfietsen en fietsen, landbouwmachines, bouw- en mijnbouwmachines en in de luchtvaart. Bandenfabrikanten hebben een behoorlijk prijszettingsvermogen en het afgelopen jaar wisten zij de opgelopen inflatie redelijk te compenseren door hun prijzen te verhogen. De afgelopen periode zijn de grondstof- en energiekosten gedaald, waardoor de kosteninflatie voor bandenproducenten minder problemen oplevert. De oliepijzen zijn gedaald naar \$85 per vat en de prijs voor rubber is afgenomen tot \$1,60 per kilo.

Bovendien vormt de overgang naar elektrische voertuigen een kans voor de bandenfabrikanten om hun marges op te voeren. De waarderingen van de meeste bandenfabrikanten zijn aantrekkelijk, waarbij de koers-winstverhoudingen uiteenlopen van 10,7 voor Michelin tot 25,9 voor Apollo Tyres. De meeste bandenfabrikanten bieden een prima dividendrendement van gemiddeld 3,5%. Over het algemeen zijn deze dividenden stabiel en ze dragen doorgaans voor ongeveer 40% bij aan het totale rendement.

Bridgestone

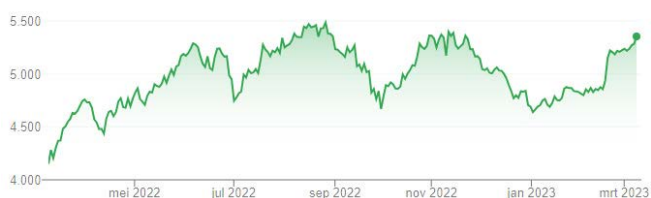
Op basis van de omzet is Bridgestone momenteel de grootste bandenproducent ter wereld en marktleider in Noord-Amerika en Azië. Het Japanse conglomeraat noteerde over het afgelopen jaar een omzetstijging van 27% tot ¥4.110,1 miljard (€ 28,3 miljard) en de aangepaste winst nam met 22% toe tot ¥482,6 miljard (€ 3,32 miljard), terwijl de ebitda-marge daalde van 12,1% naar 11,7%. Voor 2023 verwacht Bridgestone dat de omzet uitkomt op ¥4.150 miljard en de ebitda met 6% stijgt tot ¥ 510 miljard. Het bedrijf heeft zich verder ten doel gesteld de ebitda-marge te verbeteren naar 12,3%. Beleggers moeten er bij Bridgestone rekening mee houden dat de resultaten afhankelijk zijn van de waarde van de Japanse yen. Aberfeld hanteert voor Bridgestone een houdadvies met een koersdoel van ¥ 5.700.

(Yen in billions)

	2021 Results	2022 Results	vs. PY (%)
Revenue	3,246.1	4,110.1	+27
Adjusted Operating Profit Margin	394.3 12.1%	482.6 11.7%	+22 (0.4)pp
Profit Attributable to Owners of Parent	394.0	300.4	(24)
- Continuing Operations	307.9	305.5	(1)
- Discontinued Operations	86.2	(5.1)	-
ROIC	9.0%	9.4%	+0.4pp
ROE	12.9%	10.9%	(2.0)pp

* Note that revenue, adjusted operating profit, ROIC and ROE show figures for continuing operations and exclude revenue and expenses of the discontinued operations.

Bron: Bridgestone. Terwijl de ebitda het afgelopen jaar steeg, daalde de ebitda-marge.

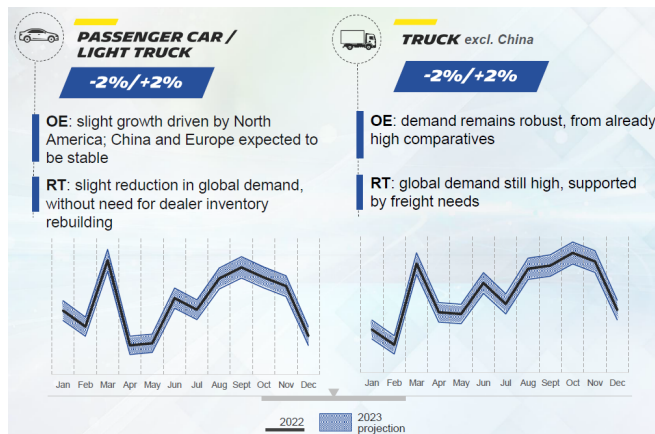


Bron: Google. De aandelenkoers van Bridgestone was het afgelopen jaar vrij volatiel.

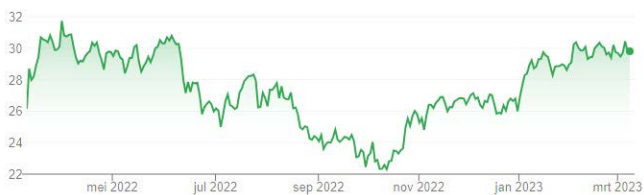
Michelin

Op basis van de omzet is Michelin binnen de sector van de bandenfabrikanten Europees marktleider. De Franse bandenfabrikant zag het afgelopen jaar vooral de verkopen van banden voor mijnbouwmachines en transport stijgen. De jaaromzet steeg met 20,2% tot € 28,6 miljard. De ebitda nam met € 562 miljoen toe tot € 5,3 miljard. De operationele inkomsten stegen naar € 3,4 miljard en de nettowinst kwam uit op € 2 miljard. Prijsverhogingen ter waarde van € 3 miljard hielpen Michelin om de kosten van grondstoffen, energie en arbeid grotendeels te compenseren. De structurele vrije kasstroom bedroeg € 378 miljoen, wat ruim onder de gemiddelde analistenverwachting

was van € 700 miljoen. Volgens het bedrijf drukte de inflatie eenmalig voor € 500 miljoen op het werkkapitaal. Michelin heeft voorgesteld om over 2022 een dividend uit te keren van € 1,25 per aandeel (2021: € 1,13 per aandeel). Voor 2023 voorspelt Michelin dat de operationele inkomsten toenemen tot € 2,4 miljard en rekent het bedrijf op een lichte daling van de winst. De vrije kasstroom stijgt naar meer dan € 1,6 miljard. Michelin werkt verder aan verschillende scenario's voor het afstoten van zijn Russische activiteiten, waaronder een verkoop aan derden. Aberfeld belegt graag in marktleiders en vindt de huidige waardering van het aandeel in combinatie met het dividendrendement aantrekkelijk genoeg om in te stappen. Het advies luidt 'kopen' met een koersdoel van € 34.



Bron: Michelin. De bandenfabrikant verwacht dat de vraag het komende jaar stabiel blijft.



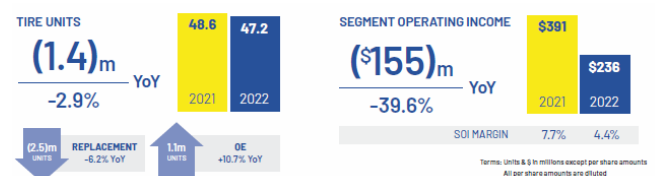
Bron: Google. De aandelenkoers van Michelin staat nog licht onder het niveau van een jaar geleden.

Goodyear

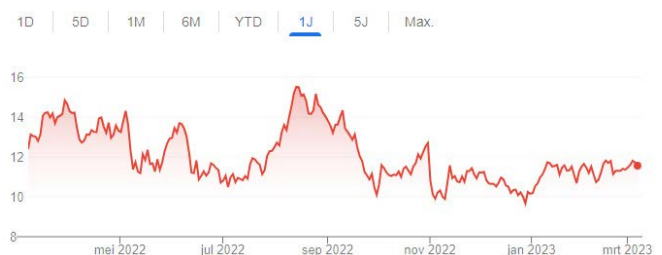
Goodyear is na Bridgestone de grootste bandenleverancier van Noord-Amerika en viert in augustus zijn 125-jarig bestaan. In 2021 nam Goodyear voor \$2,5 miljard de Amerikaanse sectorgenoot Cooper Tire over. Het bedrijf verwacht in 2023 de volledige integratie te hebben voltooid en vanaf dan ook te profiteren van synergievoordelen. Over het vierde kwartaal van 2022 steeg de omzet van Goodyear met 6,3% naar \$5,3 miljard. Dankzij een sterke prijsmix van \$722 miljoen wist Goodyear de materiaalkosten van \$172 miljoen ruimschoots te compenseren. Onderaan

de streep stond een nettoverlies van \$104 miljoen, waar dat een jaar eerder nog een nettowinst was van \$553 miljoen.

Begin dit jaar kondigde Goodyear aan flink te snijden in de kosten en onder meer 500 mensen te ontslaan, wat neerkomt op ongeveer 5% van zijn wereldwijde personeelsbestand. Voor het lopende kwartaal verwacht het bedrijf ook last te hebben van een zwakke vraag en negatieve effecten van de inflatie. Deze effecten kunnen deels worden gecompenseerd door de prijzen te verhogen. Voor heel 2023 rekent het bedrijf op vlakke resultaten. Goodyear moet eerst laten zien het lek boven te hebben voordat Aberfeld lezers adviseert om het aandeel te kopen. Wij geven voor het aandeel een houdadvies af met een koersdoel van € 12.



Bron Goodyear. De Amerikaanse autofabrikant is terughoudend over de prestaties in 2023.

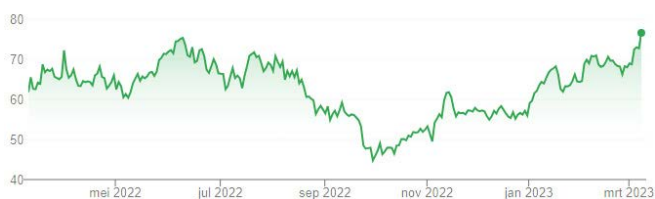


Bron: Google. Goodyear is een van de weinige bandenproducenten waarvan de aandelenkoers op jaarbasis lager staat.

Continental

Continental is naast bandenfabrikant ook een leverancier van diverse digitale oplossingen voor de automotive sector, zoals veiligheidstechnologieën en antennemodules. De omzet van de Duitse autofabrikant steeg over 2022 met 16,7% naar € 33,8 miljard en de kosten liepen op met € 3,3 miljard. Dankzij onder meer prijsverhogingen verbeterde de aangepaste ebit met 5,2% naar € 2 miljard, terwijl de aangepaste ebit-marge daalde van 5,5% naar 5%. De nettowinst werd door negatieve effecten met € 1 miljard gedrukt en daalde van € 1,4 miljard naar € 67 miljoen. Continental verwacht dat de marges dit jaar verbeteren en het heeft voorgesteld om over 2022 een dividend uit te keren van € 1,50 per aandeel. Verder kijkt de bandenfabrikant net als sectorgenoot Michelin naar de mogelijkheden om de Russische activiteiten van

de hand te doen. De omzet van Continental komt naar verwachting in 2023 uit tussen € 42 en € 45 miljard en de aangepaste ebit-marge wordt geraamd op 5,5% tot 6,5%. Voor de bandentak wordt verwacht dat de omzet uitkomt tussen € 14,5 en € 15,5 miljard, met een aangepaste ebit-marge van 12% tot 13%. De uitgebreide productenportefeuille van Continental spreekt Aberfeld aan. De aandelenkoers is de afgelopen periode wel fors opgelopen. Daarom komen wij voor Continental niet verder dan een houdadvies met een koersdoel van € 80.

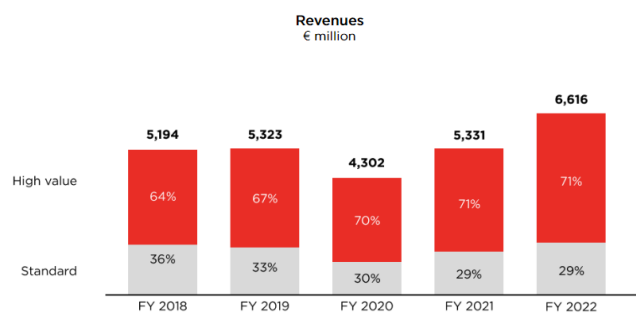


Bron: Google. De aandelenkoers van Continental is de afgelopen weken flink opgelopen.

Pirelli

Pirelli viert dit jaar zijn 150-jarig bestaan. De Italiaanse bandenfabrikant is sinds 2011 de bandenleverancier van de Formule 1 en het huidige contract loopt tot 2024. Langlopende speculaties over een fusie tussen Pirelli en de Italiaanse auto-onderdelenleverancier Brembo werden eind februari opnieuw aangewakkerd. Brembo tekende namelijk een aandeelhoudersovereenkomst om het stemgedrag op de aandeelhoudersvergaderingen van Pirelli af te stemmen met die van medeaandeelhouders Camfin en Pirelli's topman Marco Tronchetti Provera. Camfin en Provera bezitten samen 14,1% van de aandelen in Pirelli en Brembo heeft een aandelenbelang van 6%. Brembo heeft aangegeven dat er momenteel geen gesprekken gaande zijn over een mogelijke fusie met

Pirelli. Het Chinese Sinochem zou overwegen om zijn belang van 37% in Pirelli van de hand te doen, wat andere aandeelhouders de mogelijkheid biedt om hun positie te vergroten. De omzet van Pirelli steeg over heel 2022 met 24,1% tot € 6,6 miljard, wat meer was dan de doelstelling van € 6,5 miljard. De ebit steeg met 19,9% naar € 977,8 miljoen en de ebit-marge kwam uit op 14,8%. De nettowinst van Pirelli nam met 35,5% toe tot € 435,9 miljoen. Pirelli verwacht dat de omzet in 2023 uitkomt tussen € 6,6 en € 6,8 miljard en de aangepaste ebit-marge 14% tot 14,5% bedraagt. Pirelli is volgens Aberfeld aantrekkelijk gewaardeerd en de aandelenkoers kan de komende twaalf maanden verder stijgen. Wij zien voldoende aanknopingspunten om voor Pirelli een koopadvies af te geven en geven het een koersdoel van € 5,75.



Bron: Pirelli. De omzet van de Italiaanse bandenfabrikant is de afgelopen jaren stevig opgelopen.

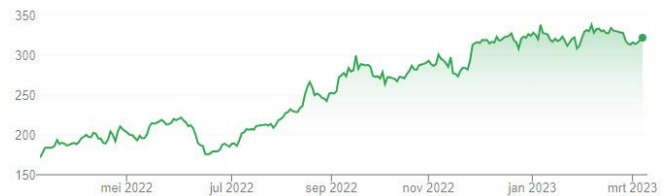
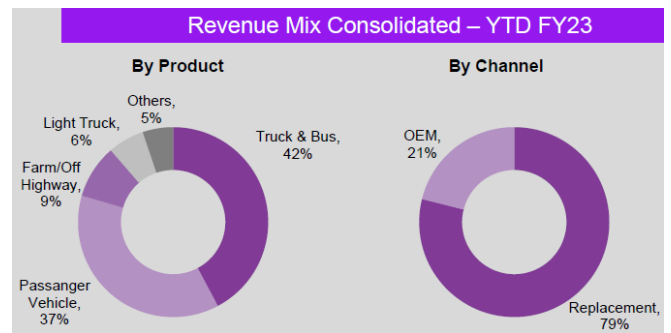


Bron: Google. De aandelenkoers van Pirelli staat sinds begin dit jaar 21,6% hoger.



Apollo Vredestein

Apollo Tyres is een Indiase bandenfabrikant en eigenaar van onder meer Apollo Vredestein. De Nederlandse fabrikant van auto- en tractorbanden heeft een aantal moeilijke jaren achter de rug, waarin het onder meer bijna de helft van zijn personeel ontsloeg. Ook werd een deel van de productie overgeheveld van Enschede naar een nieuwe fabriek in Hongarije. Door de toenemende vraag naar grote banden is Vredestein inmiddels weer op zoek naar personeel. Apollo Tyres realiseerde het afgelopen boekjaar 29% van zijn omzet in Europa. Daarnaast richt het bedrijf zich op de APMEA-regio en is vooral actief in de Verenigde Arabische Emiraten, Thailand, Maleisië en Zuid-Afrika. In de APMEA-regio werd het afgelopen boekjaar 67% van de omzet behaald. Over het derde kwartaal van het fiscale boekjaar 2023 steeg de omzet van Apollo Tyres op jaarbasis met 13% naar INR 64,228 miljard (€ 740 miljoen). De ebitda nam met 23% toe tot INR 9,134 miljard (€ 100 miljoen), waardoor de ebitda-marge met 120 basispunten verbeterde tot 14,2%. In Europa steeg de omzet met 7% naar INR 180 miljoen, terwijl de ebitda-marge daalde van 20,3% naar 15,4%. De aandelenkoers van Apollo Tyres is het afgelopen jaar flink opgelopen. De koers-winstverhouding van het aandeel is ten opzichte van sectorgenoten vrij hoog en het dividendrendement is laag. Aberfeld vindt het aandeel speculatief en adviseert alleen lezers die graag een gokje wagen om een paar stukken in te slaan.



Bron: Google. De aandelenkoers van Apollo Tyres staat op jaarbasis 87,6% hoger.

Fundamentele kenmerken Bridgestone

ISIN-code:	JP3830800003
Ticker:	BGT
Sector:	Cyclische consumentengoederen
Beurs:	Tokio
Marktkapitalisatie:	¥3,82 biljoen
Vrij verhandelbare aandelen:	562,466 miljoen
Aantal uitstaande aandelen:	684,349 miljoen
Koers 8 maart:	¥5,356
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	¥5,508
Koers laag afgelopen 12 maanden:	¥4,042
Koers-winstverhouding:	12,2
Dividendrendement:	3,3%

Fundamentele kenmerken Goodyear

ISIN-code:	US3825501014
Ticker:	GT
Sector:	Cyclische consumentengoederen
Beurs:	Nasdaq
Marktkapitalisatie:	\$3,27 miljard
Vrij verhandelbare aandelen:	281,698 miljoen
Aantal uitstaande aandelen:	282,896 miljoen
Koers 8 maart:	\$11,57
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	\$15,69
Koers laag afgelopen 12 maanden:	\$9,66
Koers-winstverhouding:	16,4
Dividendrendement:	-

Fundamentele kenmerken Pirelli

ISIN-code:	IT0005278236
Ticker:	PIRC
Sector:	Cyclische consumentengoederen
Beurs:	Milaan
Marktkapitalisatie:	€ 4,95 miljard
Vrij verhandelbare aandelen:	340,070 miljoen
Aantal uitstaande aandelen:	1.000.000.000
Koers 8 maart:	€ 4,97
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€ 5,08
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€ 3,22
Koers-winstverhouding:	11,9
Dividendrendement:	3,3%

Fundamentele kenmerken Michelin

ISIN-code:	FR001400AJ45
Ticker:	ML
Sector:	Cyclische consumentengoederen
Beurs:	Parijs
Marktkapitalisatie:	€ 21,3 miljard
Vrij verhandelbare aandelen:	670,128 miljoen
Aantal uitstaande aandelen:	714,492 miljoen
Koers 8 maart:	€ 29,79
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€ 31,99
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€ 21,99
Koers-winstverhouding:	10,7
Dividendrendement:	4,2%

Fundamentele kenmerken Continental

ISIN-code:	DE0005439004
Ticker:	CON
Sector:	Cyclische consumentengoederen
Beurs:	Frankfurt
Marktkapitalisatie:	€ 14,54 miljard
Vrij verhandelbare aandelen:	108,003 miljoen
Aantal uitstaande aandelen:	200,006 miljoen
Koers 8 maart:	€ 76,98
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€ 76,40
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€ 44,31
Koers-winstverhouding:	-
Dividendrendement:	3%

Fundamentele kenmerken Apollo Vredestein

ISIN-code:	INE438A01022
Ticker:	APOLLTYRE
Sector:	Cyclische consumentengoederen
Beurs:	Mumbai
Marktkapitalisatie:	₹202,787,70
Vrij verhandelbare aandelen:	445,360,000
Aantal uitstaande aandelen:	635,010,870
Koers 8 maart:	₹322
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	₹343,05
Koers laag afgelopen 12 maanden:	₹165,85
Koers-winstverhouding:	25,9
Dividendrendement:	1%



Specialist aan het woord

Sinds onze laatste nieuwsbrief van drie maart is er al weer veel gebeurd. De rentes zijn verhoogd en ook de inflatiecijfers lieten nog steeds niet een echte daling zien. In de afgelopen weken zagen we een paar banken die in moeilijkheden kwamen. Tot op heden is er goed ingegrepen door toezichthouders, collega-banken en de politiek waardoor een bankencrisis op dit moment is voorkomen.

De problemen bij een aantal banken leidde in eerste instantie tot flinke onrust bij beleggers. Het adequate optreden van de Centrale Banken en beleidsmakers heeft rust gebracht en de aandelenmarkten keren terug naar “business as usual.” Het herstel wordt mede gedragen door de verwachting dat de renteverhogingen door de Centrale Banken minder agressief worden. De markt anticipeert nu op kleinere verhogingen of zelfs helemaal geen verhoging. Of deze verwachting ingevuld gaat worden is nog de vraag. De missie van de Centrale Banken is om de inflatie in de richting te sturen van de 2% en dat is nog wel een weggetje om te gaan.

De obligatiemarkten laten ons goed zien hoe beleggers denken over het toekomstige rentebeleid. Vlak nadat de problemen bij een aantal banken zich openbaarden daalde de effectieve rente op obligaties scherp. Deze daling werd veroorzaakt door een vlucht van liquiditeiten bij de banken naar veilige staatsobligaties. We zien echter de laatste dagen de rente weer wat oplopen. We kunnen dus constateren dat de markt nog niet echt vertrouwen heeft in lagere rentes.

Eerder schreef ik al dat wij bij Aberfeld ook nog niet uitgaan van een lagere rente en dat wij ook de inflatie op korte termijn nog niet substantieel zien dalen. Maar wij zijn positief over de economie. De krappe arbeidsmarkt zorgt ervoor dat consumenten kunnen blijven besteden. Verduurzaming, de aanpak van klimaatproblemen maar ook de geopolitieke spanningen vormen een positieve impuls voor veel bedrijven. We zien dat industriële bedrijven op volle capaciteit draaien om te voldoen aan de vraag naar bijvoor-

beeld wind- en zonne-energie. Producenten van luxegoederen maken recordwinsten bij hoge omzetten en ook de bedrijven die consumentengoederen produceren en/of verkopen draaien op topsnelheid.

Ondanks de onzekerheden in de financiële markten maken wij van de gelegenheid gebruik om te investeren in aandelen van verzekeraars. Deze aandelen zijn zodanig laag gewaardeerd dat het dividendrendement in veel gevallen naar meer dan 7% is opgelopen. Dit zijn aantrekkelijk beleggingen in de portefeuilles om inkomsten voor onze cliënten te kunnen genereren! Daarnaast zijn we gespecialiseerd in de toepassing van derivaten, waardoor het rendement extra wordt opgekrikt. Deze kennis moet bijdragen aan een goed rendement op de beleggingsportefeuilles van onze cliënten.

**Hartelijke groet,
André van Eerden**



Correctie in de verzekeringssector biedt kansen

De aandelen uit de verzekeringssector kregen het recent ook op de Amsterdamse beurs zwaar te verdueren als gevolg van de vrees dat de problemen bij Credit Suisse tot (zware) financiële verliezen zouden kunnen leiden. Na een eerste schrikreactie bij de beleggers lijkt de situatie echter te stabiliseren. Het blijkt dat de blootstelling van de Nederlandse verzekeraars aan de Credit Suisse AT1-obligaties beperkt is, zodat van grote verliezen voor onze verzekeraars waarschijnlijk geen sprake zal zijn. Aberfeld is daarom van mening dat de koersdalingen bij Aegon, ASR Nederland, NN Group en ING Groep overdreven zijn. Behoudens het opduiken van (nog) meer problemen in de banksector, wat wij niet verwachten, doen zich op de huidige koersniveaus goede instapkansen voor.

De bankencrisis en de AT1-obligaties

De bankencrisis concentreert zich voorlopig alleen rond Credit Suisse, hoewel ook Deutsche Bank al even in het vizier van de speculanten is gekomen. UBS stemde ermee in om de (eveneens Zwitserse) concurrent Credit Suisse te kopen in een door de overheid bemiddelde deal voor een bedrag van \$ 3,25 miljard. Het betreft de grootste bankfusie sinds de wereldwijde financiële crisis. De gecombineerde bankgroep zal een balans hebben van \$ 1,7 biljoen, waarmee ze tot de top 10 van wereldwijde banken behoort. Qua omvang is de fusiebank vergelijkbaar met Santander (Spanje), Wells Fargo (VS) of Barclays (VK). Het is dus zonder meer een grootbank. Opvallend aan de transactie is dat de AT1-obligaties van Credit Suisse volledig afgeschreven werden.

AT1-obligaties zijn relatief nieuwe beleggingsinstrumenten die niet voor particuliere beleggers toegankelijk zijn. Het betreft een soort achtergestelde obligaties die de bank mag gebruiken om zijn kapitaal te versterken. Het aantrekkelijke voor institutionele beleggers aan deze obligaties is dat ze een hoger rendement bieden dan gewone obligaties. Dat verklaart waarom ze in de portefeuilles van heel wat institutionele beleggers zijn terug te vinden.

De volledige afschrijving van het kapitaal van de AT1-obligaties van Credit Suisse is weliswaar ongebruikelijk, maar volledig legaal. Minder voor de hand liggend is dat de aandeelhouders van Credit Suisse, die normaal gesproken een lagere rang hebben ten opzichte van de bezitters van de obligaties, in de



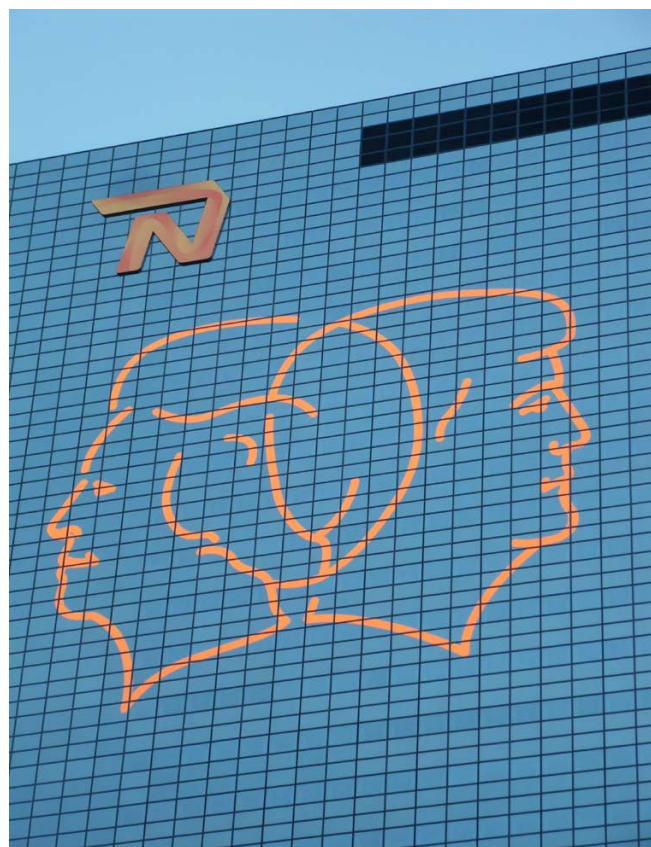
ruilverhouding wel degelijk aandelen UBS kregen toegekend, zij het aan een forse premie. In normale omstandigheden verliezen eerst de aandeelhouders hun geld en daarna pas de bezitters van de obligaties. De permanente afschrijving van dergelijke hybride kapitaalinstrumenten blijft echter strikt beperkt tot de twee grote Zwitserse banken: alle andere grote Europese banken hebben AT1-instrumenten uitgegeven die slechts tijdelijk afgeschreven kunnen worden, waardoor de gevolgen in geval van eventuele problemen beperkter blijven. Maar de aanpak van de AT1-instrumenten bij de overname van Credit Suisse door UBS joeg een schokgolf door de financiële markten. Het bericht over het afschrijven van de obligaties deed de beleggers meteen argwanend kijken naar banken en verzekeraars die een blootstelling aan die AT1's zouden kunnen hebben. Waarbij de blikken dus meteen ook op de verzekeringssector werden gericht.

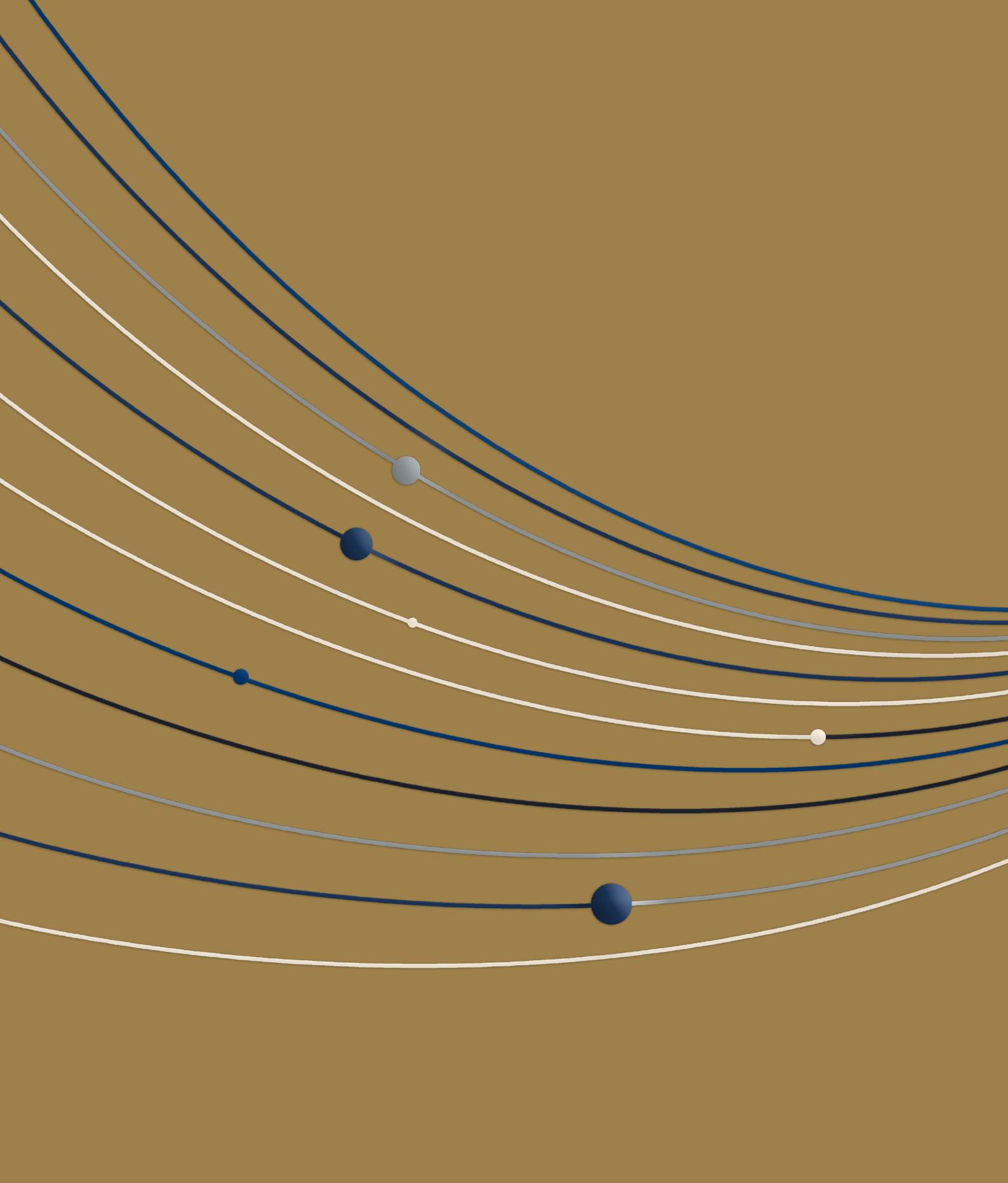
Schade lijkt binnen de perken te blijven

Al vrij snel werd bekend dat de Franse verzekeraar AXA € 600 miljoen blootstelling aan de AT1-obligaties van Credit Suisse had, een bedrag dat nog relatief beperkt mag worden genoemd. Inmiddels is bekend dat de schade bij de verzekeraars over het algemeen meevalt. De Europese verzekeraars bleken hooguit een blootstelling van enkele miljoenen te hebben aan de hybride AT1-schulden die naar aanleiding van de 'shotgun wedding' (vrij vertaald: een gedwongen huwelijk) van Credit Suisse met UBS volledig afgeschreven werden. Bovendien deden de overheden hun uiterste best om de rust zo snel mogelijk te doen terugkeren. Door een gezamenlijke verklaring van de ECB, de Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad en de Europese Bankautoriteit, waarin ze de houders van AT1-obligaties van andere banken in de eurozone verzekerden dat deze niet hetzelfde gevaar lijdten als die van Credit Suisse, lijkt het erop dat de schade binnen de perken kan worden gehouden. Maar toch: wat er in het geval van Credit Suisse is gebeurd, zal investeerders eraan hebben herinnerd dat AT1-papier niet zonder risico is. Het risico om de volledige investering in deze instrumenten te verliezen lijkt echter kleiner in de eurozone dan in Zwitserland. Het is echter niet geheel uitgesloten, zoals bleek uit het faillissement van Banco Popular in Spanje in 2017. In dat geval werd het eigen aandelenkapitaal van de bank weggevaagd, terwijl ook de investeringen in de AT1-obligaties waardeloos werden.

NN Group

NN Group merkte op dat haar totale blootstelling aan financiële instellingen in 2022 beperkt bleef. De blootstelling van NN aan AT1's uitgegeven door financiële instellingen is zodoende te verwaarlozen en deze verzekeraar had helemaal geen blootstelling aan Zwitserse AT1's. Er is echter wel een beperkte blootstelling aan Credit Suisse in de vorm van andere beleggingsinstrumenten, maar hierover gaf NN geen verdere details. De koers van dit aandeel is de afgelopen weken fors gedaald nadat er grote paniek uitbrak in de financiële wereld over het voortbestaan van een aantal banken. De analisten van Kepler Cheuvreux publiceerden een sectorrapport waarin nogmaals werd bevestigd dat de groep geen AT1 obligaties van Credit Suisse bezit en dat het bedrag aan senior bonds in de portefeuille verwaarloosbaar is. Dat geldt tevens ook voor de algemene exposuur naar AT1-producten van de sector. NN heeft in totaal € 80 miljoen uitstaan bij Amerikaanse banken, waarbij het echter niet betrokken is bij de omgevallen SVB en First Republic bank. Het aandeel NN is op de huidige gecorrigeerde koersniveaus in onze ogen een stevige koopkandidaat met een hoog dividendrendement van rond de €2,90 (inclusief interim-dividend). De koers stond een jaar geleden nog bijna €52, tegen nu rond de €33.





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

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