

22 september 2023



Aberfeld
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

INHOUD



De grote vraag voor de Federal Reserve..... 3

Op dit moment blijven de beleggers dicht bij huis en zien weinig prikkels om tot actie over te gaan. De koersen blijven voortkabbelen en we zien weer dezelfde niveaus als begin januari van dit jaar. September is historisch gezien niet een hele spannende maand op de beurs...



Ahold Delhaize staat voor betrouwbare degelijkheid 5

Bent u als belegger op zoek naar betrouwbare degelijkheid in de distributiesector? Dan durven we Ahold Delhaize aan te bevelen. Van dit aandeel hoeft u geen spectaculaire koerssprongen op de beurs te verwachten....



Bodemvissen bij Kellogg en The Hershey Company? 8

In de sector fast-moving consumer goods zijn op Wall Street de afgelopen maanden twee aandelen van bekende bedrijven duidelijk achtergebleven. Het betreft Kellogg en The Hershey Company, twee bedrijven die al meer...



Specialist aan het woord 11

In onze laatste nieuwsbrief voor de zomerperiode sprak ik de verwachting uit dat de inflatie en rente verder zou stijgen en dat de economie wat zal afzakken. De rente is inderdaad verder gestegen. De centrale banken hebben...



Fagron heeft zaakjes steeds beter onder controle 12

Medicijnmaker Fagron verraste in positieve zin bij de halfjaarcijfers. De operationele marge zit verder in de lift door interne verbeteringen. Ook de groeiperspectieven zijn veelbelovend...

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 grote vraag voor de Federal Reserve

Op dit moment blijven de beleggers dicht bij huis en zien weinig prikkels om tot actie over te gaan. De koersen blijven voortkabbelen en we zien weer dezelfde niveaus als begin januari van dit jaar. September is historisch gezien niet een hele spannende maand op de beurs. Des te interessanter wordt het de komende maanden. We kijken uit naar de cijfers van het afgelopen kwartaal en we beginnen aan de finish naar het einde van 2023. We staan weer aan de vooravond van het vierde kwartaal en er zullen koopkansen ontstaan, want wij zijn er vast van overtuigd dat in 2024 de rentes weer gaan dalen!

De vraag is niet meer hoe hoog de rente wordt, maar hoelang deze hoog zal blijven.

Na het verhogen van de Amerikaanse beleidsrente door de Federal Reserve (Fed) met 5,25 procentpunten in anderhalf jaar tijd heeft de Fed de rente nu een adempauze gegeven. De rente blijft ongewijzigd op het hoogste niveau sinds 2001, op 5,25 tot 5,50 procent. De Fed hield wel de deur open voor nog één renteverhoging in november, wat voor beleggers een lichte tegenvaller was. Wel was de Fed veel positiever over de economische vooruitzichten. De centrale bank houdt nu rekening met een economische groei van 2,1 procent in 2023. In juni rekende de centrale bank nog op een groei van slechts 1,0 procent.

Voor de belangrijkste vraag hoe hoog de rente zal blijven moeten we kijken naar het echte punt aan de horizon: de koers van het Fed-beleid in 2024 en

daarna. In de zogeheten "Fed dot plot" valt te zien dat vrijwel alle leden van het Federal Open Market Committee verwachten dat de rente in de komende jaren verlaagd zal worden. Naar verwachting zal de rente in 2024 twee keer verlaagd kunnen worden met 25 basispunten.

Tijdens zijn toelichting zei voorzitter Jerome Powell onder andere dat de prijsdruk enkele bemoedigende tekenen van versoepeling vertoonde, maar dat het terugdringen van de inflatie naar een doelstelling van 2 procent niet voorbij is.

Het lijkt erop dat de Fed de rente verder kan verhogen zonder de economie te schaden, terwijl de economie in de eurozone tegen een recessie aanzit. Met name Duitsland, de grootste economie in de Eurozone staat onder druk. Het is een dun koord





Voorzitter van de Federal Reserve, Jerome Powell.

waar ECB-president Christine Lagarde op staat. Na de verhoging van 25 basispunten naar een rente van 4%, sloot ze een verdere verhoging niet uit, maar liet enigszins doorschemeren dat de piek in zicht is. Dat zou ook kunnen betekenen dat Frankfurt eerder dan de Fed begint met het terugschroeven van de rente, als de ontwikkeling van de inflatie blijft bemoedigen.

We moeten geduld hebben en het effect van de hogere rente zijn werk laten doen op de economieën. Het laatste wat beleidsmakers willen is de rente opnieuw verhogen door een voortijdige verlaging. Analisten verwachten dat de hoge rente in Amerika ook de investeringen en consumptie uiteindelijk gaan drukken. Zeker als de extra spaargelden van huishoudens die ontstaan tijdens de pandemie zijn opgedroogd en 45 miljoen Amerikanen in oktober weer

moeten gaan aflossen op hun studieleningen. Bij een afkoeling van de Amerikaanse economie zou de Fed volgend jaar de weg in kunnen gaan slaan van een renteverlaging.

Beleggen is geen kortetermijnegebeurtenis, maar een investering in de toekomst van een bedrijf. Hoewel het verleidelijk is om te speculeren op koersbewegingen, zijn deze beslissingen vaak gebaseerd op impulsieve acties. Aberfeld laat zich niet meeslepen door de waan van de dag. Voor gedegen vermogensbelegging is en blijft de fundamentele analyse altijd de basis. Bij een goed gespreide aandelenportefeuille zullen er altijd aandelen zijn die een tijdje achterblijven of minder presteren. Maar rendement ontstaat historisch gezien op de lange termijn en voor het beperken van de risico's is spreiding cruciaal. Dat is waar wij u mee helpen, wij monitoren de markten op de voet en voorzien aandelen van onze fundamentele bevindingen. Dat is waar het beleggen om draait, dat is ons werk. Wij zorgen voor rust en rendement zodat u zich kunt bezighouden met leuke dingen.

Wilt u weten wat we voor u kunnen betekenen of wilt u een second opinion van uw bestaande portefeuille? Neem gerust contact met ons op, we maken graag een afspraak met u.

**Hartelijke groet,
Janette Buitenkamp**



Ahold Delhaize staat voor betrouwbare degelijkheid

Bent u als belegger op zoek naar betrouwbare degelijkheid in de distributiesector? Dan durven we Ahold Delhaize aan te bevelen. Van dit aandeel hoeft u geen spectaculaire koerssprongen op de beurs te verwachten.



JPMorgan verlaagde recent het advies voor Ahold Delhaize van Overwogen naar Onderwogen en stelde het koersdoel bij van 32,09 naar 28,17 euro. So wieso zeiden de analisten voorzichtiger te worden ten aanzien van de sector, nu deflatie van de boodschappenprijzen dreigt.

Aberfeld gelooft dat dit aandeel als een solide waarde voor elke portefeuille kan worden beschouwd, ongeacht de momentopname van JPMorgan. De combinatie van een relatief lage koers-winstverhouding van minder dan 10 met een aantrekkelijk dividendrendement maakt Ahold Delhaize een stabiele keuze voor beleggers. Toch geven we geen onmid-

dellijk koopadvies. Historisch gezien bevindt de koers zich in de buurt van zijn hoogste niveau, waardoor het advies om vast te houden momenteel gepast lijkt. Er is echter een mogelijke katalysator die de koers in een positieve richting kan duwen. Hoewel dit in de nabije toekomst nog zeker niet speelt, zou een beursgang van Bol.com de aandacht van internationale institutionele beleggers op Ahold Delhaize kunnen vestigen, wat de aandelenkoers een boost kan geven. Een aankondiging met betrekking tot Bol.com kan ons mogelijk aanzetten tot het verhogen van ons advies naar kopen.

Profiel

Ahold Delhaize is een van de grootste voedingsdetailhandelsgroepen ter wereld en wordt beschouwd als een toonaangevend bedrijf op het gebied van duurzame detailhandel. Het bedrijf ontstond in juli 2016 door de fusie van Ahold en Delhaize Groep en kan terugblikken op bijna 150 jaar ervaring in de sector. Met ongeveer 414.000 werknemers in dienst en 7.659 lokale supermarkten, kleinere winkels en ge-



specialiseerde winkels is het bedrijf aanzienlijk gegroeid. Zowel Ahold als Delhaize zijn van oorsprong familiebedrijven met een vergelijkbare cultuur, zodat de fusie relatief soepel verliep. Beide bedrijven waren vóór de fusie al actief op de Amerikaanse markt, met name aan de oostkust. De samenvoeging van hun activiteiten zorgde ervoor dat vrijwel de hele Amerikaanse oostkust werd bediend. Innovatie is bij Ahold Delhaize geen loze term; het maakt sinds de oprichting integraal deel uit van het DNA van de keten. Concepten zoals huiskamerproducten, zelfbediening en betaalbaar winkelen werden ontwikkeld door de oprichters, Albert Heijn en de gebroeders Delhaize. Tegenwoordig blijft de groep de winkelervaring voor miljoenen klanten verbeteren via diverse innovatieprojecten, met een sterke nadruk op duurzaamheid.

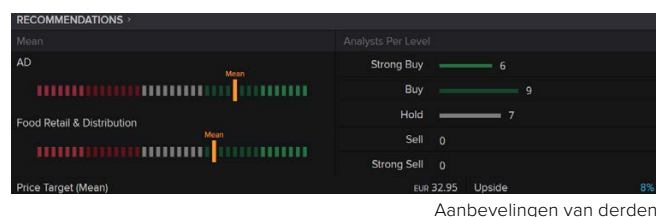
In lijn hiermee kondigde Ahold Delhaize eerder dit jaar aan dat de MSCI ESG-rating van AA is opgewaardeerd naar AAA. MSCI is een belangrijke benchmark in de wereld van duurzame financiering. Aangezien AAA de hoogste score is, betekent dit dat Ahold Delhaize wordt beschouwd als een benchmark voor het aanpakken van de belangrijkste ESG-uitdagingen en -kansen. Frans Muller, ceo van Ahold Delhaize, merkte hierover op: "Aangezien de ESG-rating van MSCI een primair onderzoeksinstrument is en een veelgebruikte benchmark voor beleggers, zal de upgrade van de ranking van Ahold Delhaize beleggers helpen begrijpen hoezeer wij waarde hechten aan de overgang naar een gezond en duurzaam voedselsysteem en naar een bedrijf dat klaar is voor de toekomst." De MSCI ESG-rating beoordeelt de veerkracht van een bedrijf tegen milieu-, sociale en governance-risico's (ESG) op de lange termijn en waardeert onder andere de inspanningen van Ahold Delhaize en haar lokale merken om de CO2-uitstoot te verminderen.

Cijfers

In het tweede kwartaal van 2023 behaalde Ahold Delhaize solide resultaten en op basis daarvan werden de verwachtingen voor de vrije kasstroom in 2023 verhoogd. De netto-omzet in de verslagperiode bedroeg € 22,1 miljard, wat een stijging was van 4,3% bij constante wisselkoersen en een stijging van 2,9% bij actuele wisselkoersen. De vergelijkbare omzet in het tweede kwartaal steeg in de Verenigde Staten met 3,6% en in Europa met 6,3%. Exclusief weers- en kalenderinvloeden groeide de vergelijkbare omzet in de Verenigde Staten met 4,0%. In lijn met het voor-

gaande jaar was de onderliggende bedrijfsmarge in het tweede kwartaal 4,1%. De verwaterde onderliggende winst per aandeel bedroeg in het tweede kwartaal € 0,62, wat een stijging was van 4,7% ten opzichte van het voorgaande jaar. Het interim-dividend voor 2023 bedraagt € 0,49 (2022: € 0,46). Het bedrijf verwacht nu een vrije kasstroom in een range van € 2,0 tot € 2,2 miljard, waar eerder werd uitgegaan van ongeveer € 2 miljard. De overige vooruitzichten voor het gehele jaar 2023, waaronder een onderliggende operationele marge van ongeveer 4,0%, een onderliggende winst per aandeel op het niveau van 2022 en nettokapitaaluitgaven van ongeveer € 2,5 miljard, blijven ongewijzigd.

Ceo Frans Muller lichtte de cijfers als volgt toe: "Positief is dat we meer aanwijzingen zien dat de inflatie haar hoogtepunt heeft bereikt. Onze grote lokale merken hebben de prijsdalingen voor klanten waar mogelijk snel doorgevoerd. Voor de activiteiten van onze merken blijft de inflatie op een hoger niveau, als gevolg van hogere energieprijzen, grondstoffen-, transport- en arbeidskosten, die allemaal invloed hebben op onze marges in Europa. Toch hebben we op groepsniveau consistente prestaties geleverd, met een stijging van de vergelijkbare winkelomzet van 4,6% en een verwaterde onderliggende winst per aandeel die in het tweede kwartaal met 4,7% toenam. In de Verenigde Staten groeide de vergelijkbare omzet in dezelfde periode met 4,0%, exclusief de invloed van het weer en verschuivingen in de kalender. Dankzij de groei van loyaliteitsverkopen en de groeiende online penetratie konden we de negatieve impact van een lagere omzet ruimschoots compenseren. In de Verenigde Staten blijven met name Food Lion en Hannaford marktaandeel winnen en ze breiden hun omnichannel-capaciteiten verder uit. In het eerste halfjaar van dit jaar bereikte de totale penetratie van e-commerce in de Verenigde Staten 8,1%."



Conclusie

Ahold Delhaize hoort tot de betere beursgenoteerde distributiebedrijven in Europa. Aan de andere kant blinken de resultaten van het bedrijf ook niet echt uit,



zoals opnieuw bleek bij de cijfers voor het tweede kwartaal van 2023. Deze cijfers waren grotendeels in lijn met de verwachtingen en daarom bleef de prognose voor de winst per aandeel voor 2023 ongewijzigd. Hoewel de marges in Europa minder onder druk stonden dan gevreesd, houden analisten vooral de winstgevendheid in de Verenigde Staten in de gaten. Anderzijds kan door de deflatie de prijzen binnen de voedingssector, de omzet en marge gaan drukken. De groei van die winstgevendheid lijkt af te zwakken en dit zou de koers in de komende weken en maanden kunnen temperen. Een vaak besproken factor is de beperkte aanwezigheid van het bedrijf op de Amerikaanse markt. Omdat schaalvergroting de winstgevendheid zou kunnen verbeteren, lijken fusies en overnames in de Verenigde Staten als een prioriteit te worden beschouwd. Ahold Delhaize heeft weliswaar interesse getoond in Amerikaanse acquisities, maar het lijkt erop dat het bedrijf in de eerste plaats de strategie van geleidelijke uitbreiding naar aangrenzende markten zal voortzetten. De sterke vrije kasstroom geeft het management enige flexibiliteit, terwijl het te gelde maken van het belang in Bol.com extra financiële middelen zou kunnen opleveren. Volgens ceo Frans Muller is het echter nog te vroeg om een beslissing te nemen over Bol.com.

Het feit dat insiders interesse tonen in de aandelen van een bedrijf geeft altijd vertrouwen. In de afgelopen twaalf maanden hebben insiders voor ongeveer € 10 miljoen aan aandelen gekocht en ceo Frans Mul-

ler gaf daarbij het goede voorbeeld. Hij investeerde € 4,8 miljoen in een pakket aandelen en betaalde daarvoor ongeveer € 31,55 per aandeel. Muller baseerde zijn aankoop waarschijnlijk op een rapport waarin de intrinsieke waarde van een aandeel Ahold Delhaize op € 40,01 werd geschat. Het moet echter worden opgemerkt dat een aandeel jarenlang onder zijn intrinsieke waarde kan blijven noteren.

Aberfeld heeft verder weinig negatiefs over dit aandeel te zeggen. Ahold Delhaize wordt verhandeld tegen een relatief lage koers-winstverhouding van iets meer dan 10 en het aandeel biedt een aantrekkelijk dividendrendement. Toch garandeert dat niet noodzakelijkerwijs dat de koers klaar is voor de volgende opwaartse fase, veel goed nieuws is immers al in de koers verdisconteerd. Historisch gezien bevindt de koers zich in de buurt van zijn hoogste niveau, waardoor vasthouden op dit moment de verstandigste keuze lijkt. We kijken uit naar een mogelijke katalysator die de koers in beweging kan zetten, en die is wellicht niet ver weg. Een beursgang van Bol.com zou onvermijdelijk meer aandacht van internationale institutionele beleggers op Ahold Delhaize vestigen, met mogelijk een aanzienlijke koersstijging tot gevolg. Hoewel het moment misschien niet ideaal is om in Ahold Delhaize te stappen blijft dit aandeel op onze radar en voor langetermijnbeleggers met een buy-and-hold strategie is Ahold Delhaize wat ons betreft een interessant aandeel.

Bodemvissen bij Kellogg en The Hershey Company?

Onze voorkeur gaat uit naar Kellogg, maar beide aandelen moeten weer hogere koersen aankunnen.

In de sector fast-moving consumer goods zijn op Wall Street de afgelopen maanden twee aandelen van bekende bedrijven duidelijk achtergebleven. Het betreft Kellogg en The Hershey Company, twee bedrijven die al meer dan 100 jaar bestaan. Een andere opvallende gelijkenis is dat hun aandelen elk aan een koers-winstverhouding van ongeveer 28 worden verhandeld. De zwakke beursprestaties hebben te maken met tegenvallende resultaten en/of een te trage groei. Aberfeld is van mening dat de bodem bij beide aandelen inmiddels wel in zicht is en dat er zich koopkansen aanbieden. We bekijken de situatie even van dichtbij, met eerst aandacht voor de sector waarin Kellogg en (afgekort) Hershey actief zijn.

De sector van de FMCG's

Fast-moving consumer goods of FMCG's zijn producten die snel worden verkocht tegen een relatief lage kostprijs. Deze goederen worden ook wel 'verpakte consumentengoederen' genoemd. FMCG's hebben een korte houdbaarheid vanwege de grote vraag van de kant van de consumenten (bijvoorbeeld frisdranken en zoetwaren) of omdat ze kunnen bederven (bijvoorbeeld vlees, zuivelproducten en gebak). Aan een belegging in deze sector zijn zowel voor- als nadelen verbonden. De meeste FMCG's leveren in alle marktomstandigheden goede resultaten af. Mensen kopen basisproducten in tijden van hoogconjunctuur, maar ook tijdens een crisis. Daarom worden ze tijdens een recessie vaak beschouwd als defensieve, veilige havens. De bedrijven in kwestie keren ook meestal stevige dividenden uit. De grootste bedrijven in de sector basisconsumptiegoederen zijn, zoals trouwens ook Kellogg en Hershey, al tientallen jaren actief, sommige dus zelfs al meer dan een eeuw. Omdat ze producten verkopen waar altijd vraag naar is, houden aandelen van deze bedrijven op de lange termijn goed stand, wat zich vertaalt in de creatie van aandelenwaarde voor de beleggers. De risico's van beleggen in basisconsumptiegoederen houden onder andere in dat het vaak gaat om bedrijven met lage marges en om langzaam groeiende bedrijven. Bovendien verwateren de stijgende onlineverkoop de kracht van bekende basismerken voor consumentengoederen. In periodes waarin de economie het goed doet, kunnen aandelen in basisconsumptiegoederen het slechter doen dan aandelen uit andere, meer dynamische sectoren... Wat de afgelopen maanden dan dus ook met Kellogg en Hershey is gebeurd. Iedereen had immers de mond vol van AI,

waarbij de meer traditionele sectoren vaak werden vergeten.



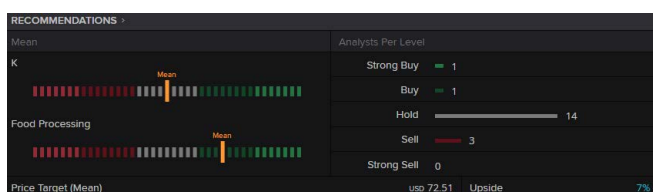
Kellogg (K)

Kellogg Cornflakes, wie kent het niet, het meest bekende ontbijt of men het eet of niet. Dit bedrijf bevindt zich in een overgangsfase naar een meer op groei gericht bedrijf. Het conservatieve management is inmiddels van mening dat men met de tijd mee moet om te blijven groeien. De afgelopen jaren heeft de voedselproducent langzaam groeiende bedrijven (zoals Keebler) verkocht en sneller groeiende merken overgenomen (zoals Pringles). En vorig jaar werd de knoop uiteindelijk toch doorgesneden, want in juni 2022 kondigde Kellogg namelijk het voornemen aan om de activiteiten te splitsen door middel van belastingvrije spin-offs. Na de afronding van de splitsing



zullen de twee afzonderlijke entiteiten bekend staan als WK Kellogg Co. en Kellonova. De beleggers krijgen dus aandelen van een traag maar stabiel groeiend graanbedrijf en van een sneller groeiend wereldwijd snackbedrijf. Het is nog niet duidelijk wat er met het huidige dividend van \$ 2,40 zal gebeuren, maar dat zal waarschijnlijk netjes onder beide bedrijven verdeeld worden. Deze onzekerheid omtrent dat dividend remt de koers af. Maar zodra er meer duidelijkheid is staat niets een herstel van die koers in de weg. De kans op een snellere dividendgroei bij het wereldwijde snackbedrijf zou op de lange termijn zeer aantrekkelijk kunnen zijn voor beleggers op zoek naar rendement.

Op de beurs heeft het aandeel Kellogg in de afgelopen 12 maanden zwak gepresteerd, maar dat biedt naar onze mening een goed koopmoment. Kellogg heeft in het tweede kwartaal alweer beter gepresteerd dan analisten hadden verwacht en bovendien steekt het bedrijf fundamenteel goed in elkaar. Aberfeld heeft de aandelen op de huidige koersniveaus dan ook aan boord gehaald voor haar klanten. Uiteindelijk denken wij dat de opsplitsing van het bedrijf tot een herontdekking zal leiden.



Aanbevelingen van derden voor Kellogg.

The Hershey Company (HSY)

The Hershey Company is een bedrijf uit de sector basisconsumptiegoederen dat vooral bekend is vanwege zijn chocolade en andere zoetwaren. De activiteiten zijn verdeeld in drie divisies: North America Confectionery, North America Salty Snacks en Internationaal. Of het nu gaat om een economische crisis of een pandemie, de voorkeur van de consumenten voor hun favoriete chocoladerepen verandert niet. De sterke affiniteit van consumenten met die chocoladeproducten en de andere snacks van Hershey heeft ervoor gezorgd dat de producten van het bedrijf momenteel in de meeste Amerikaanse gezinnen geconsumeerd worden. De trouw van de consumenten aan hun favoriete merken heeft decennialang de omzetgroei gestimuleerd, waardoor het bedrijf kon herinvesteren en nieuwe en betere producten op de markt kon brengen. Op de Amerikaanse markt is het bedrijf marktleider met een marktaandeel van 33,5%. Ook is het onlangs door verschillende overnames gediversifieerd in de richting van een breder aanbod aan snacks. Na jaren van consistente groei is Hershey uitgegroeid tot een reus in zijn sector, met een jaaromzet van \$ 10,41 miljard in 2022. In de afgelopen vijf jaar stegen de inkomsten met een samengesteld jaarlijks groeipercentage (CAGR) van 7%. Ondertussen groeide de winst per aandeel in de afgelopen drie jaar met een CAGR van 15,82%.

Ook Hershey was de afgelopen maanden zeker geen hoogvlieger op de beurs. Recent stond de koers nog wat extra onder druk als gevolg van flauwe halfjaar-

cijfers. De omzet in het tweede kwartaal groeide jaar op jaar met 5%, terwijl de consensusraming van Wall Street op een groei met 5,5% lag. Tegenover een wat tegenvallende omzetgroei stonden echter beter dan verwachte winstcijfers. De aangepaste winst per aandeel steeg met 12%, meer dan de 6,1% die de analisten hadden verwacht. Het management bevestigde zijn omzetverwachting voor 2023 en verhoogde zijn vooruitzichten voor de winst. Ook hier wong het schoentje bij de omzet, want de meeste analisten hadden tevens gerekend op een verhoging van de omzetverwachting. Bovendien stelden de analisten vast dat de omzetstijging in het tweede kwartaal vooral te danken was aan prijsstijgingen en niet aan hogere volumes. Of met andere woorden: de groei van de omzet dreigt stil te vallen. Toch lijkt de reactie van de beurs op de cijfers over het tweede kwartaal enigszins overdreven. Met name de gecorrigeerde winst steeg procentueel meer dan 2x zo snel als de omzet. Dit weerspiegelt een groeiende winstmarge. Beleggers moeten zich bovendien niet al te veel zorgen maken over de gevolgen die een recessie

zou kunnen hebben voor de groeivoorzichten van Hershey. Het bedrijf heeft zichzelf ruimschoots bewezen in eerdere recessieperiodes. Van het management worden nu maatregelen verwacht die de groei in een hogere versnelling kunnen brengen, bijvoorbeeld in de vorm van nieuwe overnames die de portefeuille verder diversifiëren. Tegen die achtergrond is Aberfeld ook positief over dit aandeel. De aandelen noteren nu op een koers van \$235 en de gemiddelde koersdoelen zijn \$267. Het huidige dividendrendement bedraagt ongeveer 1,75%.



Een overzicht van iconische Hershey-merken.



Specialist aan het woord

In onze laatste nieuwsbrief voor de zomerperiode sprak ik de verwachting uit dat de inflatie en rente verder zouden stijgen en dat de economie wat zou afzwakken. De rente is inderdaad verder gestegen. De centrale banken hebben in de afgelopen weken de beleidsrentes verhoogd en tijdens de bijbehorende persconferenties aangegeven niet uit te sluiten dat er verdere verhogingen nodig zijn om de inflatie terug te dringen. Ook zien we dat de economische groei stagneert.

Deze omstandigheden zorgen ervoor dat de aandelenmarkten het deze zomer niet goed gedaan hebben. De oude beurswijsheid “Sell in May and go away” is dit jaar dan ook van toepassing. Het vervolg van die beurswijsheid is echter “remember to come back in September” en dat zou dit jaar ook wel eens heel toepasselijk kunnen zijn. De aandelenmarkten zijn de afgelopen maand gedaald en daarmee zijn sommige aandelen weer aantrekkelijk geworden.

Of de aandelen in het algemeen weer aantrekkelijker zijn geworden hangt af van wat er verder met de rente gaat gebeuren. Gaan deze verder stijgen of hebben we het gehad? Uit de boodschap die Jerome Powell afgelopen week gaf lijkt het erop dat de rente zeker nog niet gaat dalen, we moeten eerder nog rekening houden met een verder verhoging. Hetzelfde verhaal bij de ECB, want ook mevrouw Lagarde hintte op een verder verhoging.

Een hogere rente blijft een concurrent voor beleggen in aandelen. Met een effectief rendement van ruim 3% per jaar voor kortlopende kwaliteitsleningen stappen sommige aandelenbeleggers over naar obligaties. Deze stap maken wij overigens nog niet. Een obligatie brengt weliswaar een vaste rente, maar als de aandelenmarkt weer herstelt dan is het rendement op de aandelen al snel meer dan de 3% op obligaties. Dat herstel in de aandelenmarkt verwachten wij de komende maanden.

In oktober krijgen wij een goed inzicht hoe ondernemingen de hoge rente en de gestegen arbeidskosten opvangen. Uit signalen die wij nu zien maken wij op dat bedrijven goed instaat zijn om zich aan te passen aan deze gewijzigde omstandigheden. Daarnaast zien wij veel innovatie in meerdere sectoren. AI (artificial intelligence) is een nieuwe motor voor die innovaties. AI wordt onder andere toegepast in de medische sector, de auto-industrie, de communicatiesector en op nog veel meer terreinen. Een ontwikkeling waarbij machines/computers steeds “intelli-

genter” worden leidt tot een grotere productiviteit en dat is een factor die zeer positief kan uitwerken op de economie de komende jaren.

Wij zijn dan ook, zoals gezegd, positief over de toekomst. Investeren in bedrijven die innovatief zijn zal zeker lonend zijn de komende jaren. Ons beleggingsbeleid sorteert voor op de verwachte toekomstige ontwikkelingen. Daarnaast blijven wij geloven en beleggen in solide ondernemingen met een uitgebreide trackrecord.

Het laatste kwartaal van 2023 zien wij dan ook met vertrouwen tegemoet.

**Hartelijke groet,
André van Eerden**



Fagron heeft zaakjes steeds beter onder controle

Medicijnmaker Fagron verraste in positieve zin bij de halfjaarcijfers. De operationele marge zit verder in de lift door interne verbeteringen. Ook de groeiperspectieven zijn veelbelovend.

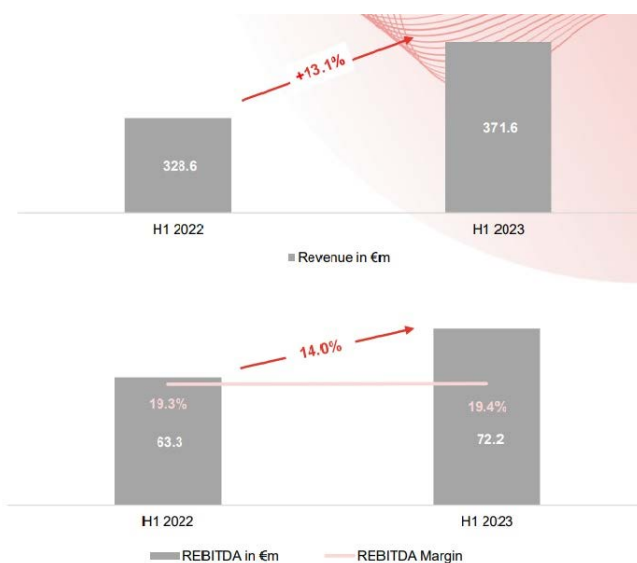
Fagron, met hoofdnotering in Brussel, is actief in de markt voor zogeheten magistrale bereiding van patentvrije medicijnen. In samenwerking met voorschrijvers en farmaceuten probeert het medicijnen steeds beter af te stemmen op persoonlijke behoeften van patiënten. Het gaat derhalve om gepersonaliseerde medicijnen bestemd voor een groep mensen waarvoor de standaard beschikbare medicatie niet geschikt is. Denk aan allergieën voor bepaalde stoffen. Voor farmaceuten is het commercieel niet interessant deze afwijkende samenstellingen zelf te maken. De marktomvang van de magistrale bereiding wordt mondiaal ingeschat op \$ 12 miljard, gelijk aan 1,5-2,0% van de totale farmaceutische markt.

Fagron is actief met drie verschillende activiteiten. 'Essentials' (circa 45% van de totale omzet) stelt farmaceuten in staat medicijnen te maken met een afwijkende dosering grondstoffen. Fagron levert de grondstoffen, de bereidingsapparatuur en overige benodigdheden zoals verpakkingen aan farmaceuten. Met 'Compounding Services' (39% van de omzet) levert en ontwikkelt Fagron zelf op outsourcingbasis gepersonaliseerde medicijnen/therapieën of maakt het bestaande medicijnen waar op dat moment tekorten aan zijn. Het kleinste onderdeel 'Brands' (16% van de omzet) levert onder de Fagron-naam een steeds bredere range aan medische producten, ontwikkeld door eigen onderzoek. Te denken valt aan allerlei dermatologische producten of haargroeimiddelen.

Goede halfjaarcijfers

De halfjaarcijfers van Fagron waren beter dan verwacht en daarmee zet het bedrijf een reeks van positieve verrassingen voort. De autonome omzet steeg met een mooie 8,4% tot € 371,6 miljoen, tegen € 369 miljoen verwacht. De terugkerende EBITDA ('REBITDA') dikte met 14,0% aan tot € 72,2 miljoen, terwijl analisten gemiddeld op € 70,0 miljoen hadden gerekend. De REBITDA-marge verbeterde verder van 19,3% naar 19,4%. De markt had juist op een kleine terugval van de winstgevendheid gerekend vanwege uitdagende marktomstandigheden en stijgende

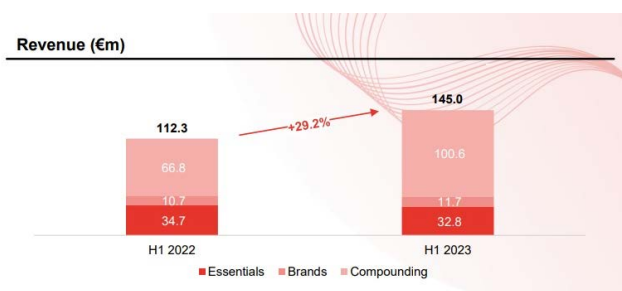
kosten. Een verhoogde interne efficiency, commerciële slagkracht, het goed kunnen doorberekenen van de inflatie in Europa en de bijdrage van overnames stuwden de marge.



Wel daalde de nettowinst met 5,7% tot € 33,3 miljoen over de eerste jaarhelft, toe te schrijven aan een vijfvoudiging van de financiële lasten. De nettoschuld daalde fractioneel tot € 273,3 miljoen. De leverage ratio, de nettoschuld afgezet tegen de REBITDA van de afgelopen twaalf maanden, bedraagt een niet al te lage 1,9. De fors gestegen rentelasten zijn veroorzaakt doordat de schuld grotendeels variabel gefinancierd is. Daar de leverage ratio ruimschoots onder de bankconvenanten zit (van maximaal 3,5) is er zeker nog wel ruimte voor aanvullende overnames en extra investeringen, zoals Fagron nu doet bij Anazao in Tampa en de aangekondigde \$20 miljoen in herverpakkingactiviteiten in Noord-Amerika. De steeds strengere regelgeving vergt ook investeringen in kwaliteit van infrastructuur en procedures. Eerder dit jaar werd het Zuid-Afrikaanse Wildlift Pharmaceuticals ingelijfd, actief in de attractieve markt voor diergeneeskundige bereidingen. Het sterke kasgenererende vermogen van Fagron en een beperkte dividend pay-out-ratio van rond de 25%, geven voorts ruimte voor schuldafbouw en dus ook flink lagere rentelasten.

Groei overall

In alle regio's boekte Fagron vooruitgang. Met name de autonome expansie van 19,2% in Noord-Amerika (39% van totale omzet) springt in het oog. Het zijn hier de steriele outsourcingdiensten in Wichita, Kansas en AnazaoHealth, overgenomen in 2015 met hoofdvestiging in Florida, die erg goed draaien. De Amerikaanse Compound Services groeide liefst 38% autonoom tot € 100,6 miljoen omzet.



Er werden nieuwe klanten gewonnen en er werd meer afgezet bij bestaande klanten. Ook wordt geprofiteerd van tekorten aan bepaalde medicijnen. AnezaoHealth, vooral gericht op welzijn en pijnbestrijding, had bijvoorbeeld baat bij een tekort aan diabetesmedicijn semaglutide, waar veel vraag naar is als afslankmiddel. De nieuwe steriele faciliteit in Boston doet het goed en de integratie ligt op schema, met nog altijd het break-evenpunt dit jaar in zicht.

Voor Boston zijn al 27 staatslicenties binnen. De gecombineerde omzet van de Wichita en Boston steriele faciliteiten zit verder in de lift en bedraagt nu jaarlijks \$135 miljoen. De omzet werd eerder nog flink gedrukt door een tekort aan injectienaalden. Het Essential-segment in Noord-Amerika laat nog altijd krimp (-15,6%) zien. Het ergste lijkt hier wel achter de rug, omdat dit onderdeel zal gaan profiteren van de verplaatsing van de verpakkingsactiviteiten naar de faciliteit van het overgenomen Letco. De fabriek in St. Paul, waar Fagron door de FDA op de vingers werd getikt, zal nog dit jaar sluiten. De REBITDA-marge stond in Noord-Amerika wat onder druk vergeleken met de eerste helft van 2022, maar verbeterde juist fors versus geheel 2022 door alle operationele verbeteringen.

Ook in de EMEA regio (39% van totale omzet) steeg de omzet, eveneens met de Compounding Services als belangrijkste pijler, aangedreven door tekorten aan geneesmiddelen in bepaalde markten en vooradvorming alsmede prijsverhogingen. In de zeer concurrerende, maar voor Fagron kleinste regio Latijns-Amerika (22% van de omzet) is de autonome krimp vrijwel tot staan gebracht, mede gedreven door nieuwe producten en nieuwe klanten. Wel staat de marge hier nog flink onder druk, maar dat is ook deels bewust voor behoud van marktaandeel.



Vooruitzichten

De sterke operationele prestaties van Fagron wekken het vertrouwen dat het management de organisatie steeds beter laat draaien en er in toenemende mate geprofiteerd kan worden van het marktpotentieel en de eigen innovatieve krachten. Fagron verhoogde de verwachte omzetstijging van 5-9% naar een hoog enkelcijferige groei en rekent nog altijd op een stijgende REBITDA-marge (2022: 19,1%). Het concern ligt daarmee prima op koers om de voor de periode 2022-2026 ten doel gestelde autonome groei van jaarlijks gemiddeld 8% te behalen en een marge die terugkeert naar de periode 2017-2021. Het gaat dan om een REBITDA-marge van 21,5%. Deze doelstellingen werden ook herhaald. Dat biedt dus nog flink wat upside. De door Bloomberg afgegeven gemiddelde winsttaxatie ligt op €1,38 per aandeel in 2025. Dat geeft een niet al te hoge koers-winstverhouding van 11,7.

Aberfeld ziet Fagron nog steeds als een kans voor beleggers om een mooi defensief groeiaandeel tegen niet al te hoge prijs in portefeuille op te nemen. Beleggers die de stukken nog niet in bezit hebben kunnen nog een positie innemen. We zien op termijn nog altijd een koers van €22,50 tot de mogelijkheden behoren. Mits de markt wat meer meezit en uiteraard mogen er dan geen nieuwe tegenslagen

komen. Fagron wordt regelmatig bezocht door de Amerikaanse toezichthouder de FDA, maar dat is ook onderdeel van de business. Het gaat immers om de productie van medicijnen. Fagron zal ook zeker geleerd hebben van eerdere incidenten.

Auteur heeft op moment van schrijven geen positie.

Fundamentele gegevens Fagron

ISIN: BE0003874915

Symbol: FAGR

Koers: € 16,36

Hoogste koers 52 weken: € 18,04

Laagste koers 52 weken: € 10,80

Aantal uitstaande aandelen: 73,0 miljoen

Marktkapitalisatie: € 1,19 miljard

Wpa 2022: € 0,96

Tax wpa 2023: € 1,05

Koers-winstverhouding 2023: 15,6

Dividend 2022: € 0,25

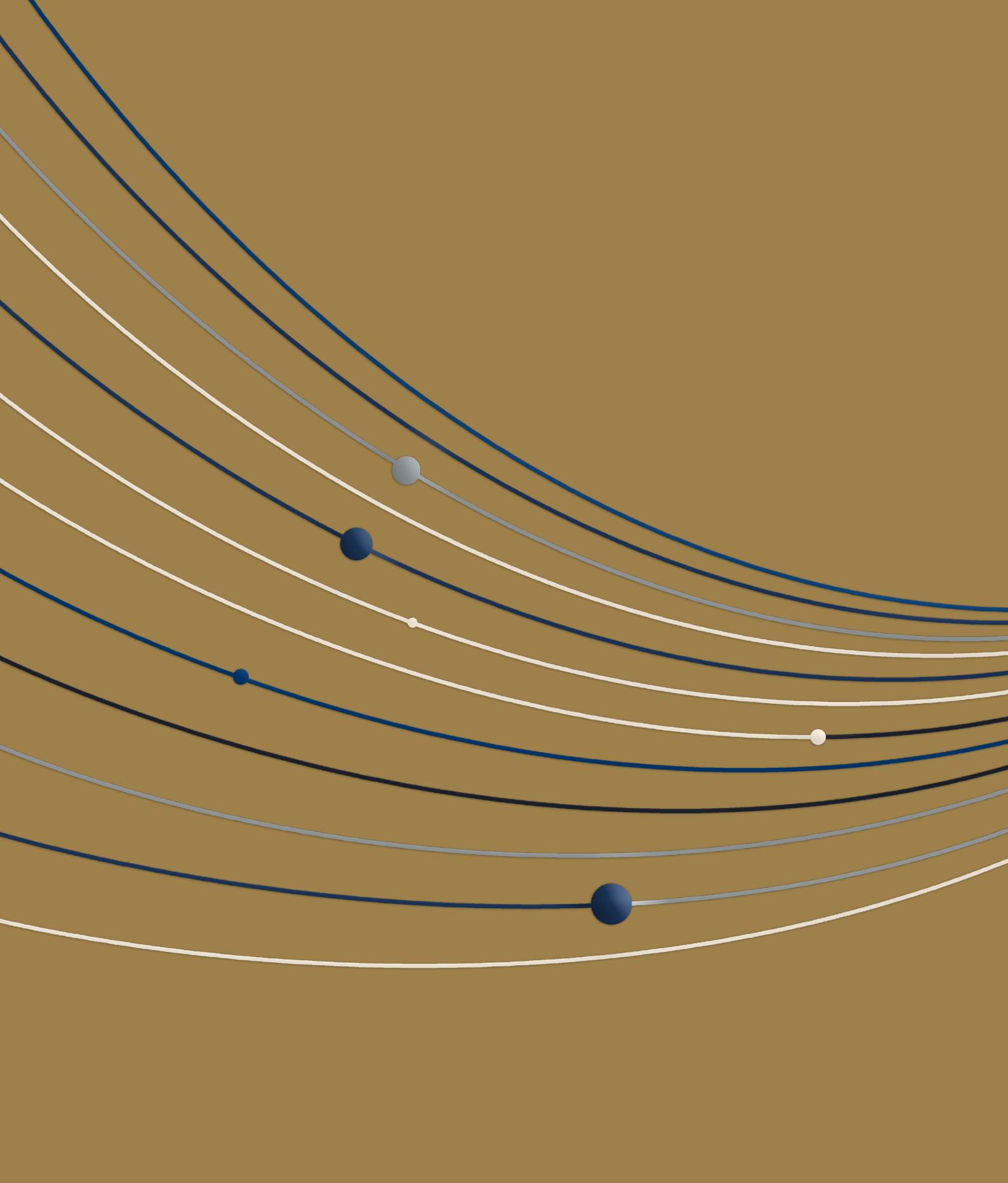
Tax dividend 2023: € 0,28

Dividendrendement 2023: 1,7%

Eigen vermogen per aandeel: € 6,03

Derdekwartaalcijfers 2023: 12 oktober 2023





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

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