

24 november 2023



**Aberfeld**  
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

---

# INHOUD



## Aandelen kennen een momentum ..... 3

De novemberbeursrally lijkt overtuigend, zelfs zozeer dat we tegen het einde van het jaar een recordhoogte kunnen bereiken. De S&P 500 won de afgelopen week 2,2%, de Dow Jones 1,9% en de Nasdaq 2,4%...



## ING overtuigt met de kwartaalcijfers net niet helemaal ..... 5

Met de publicatie van de derdekwartalcijfers liet ING zijn aandeelhouders niet in de steek. Dankzij een strenge kostenbeheersing en slechts beperkte waardeverminderingen was het inkomen onder de streep hoger dan verwacht...



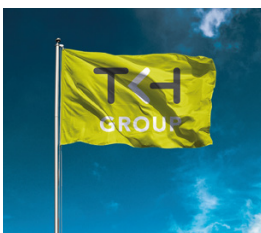
## BAM bouwt weer solide ..... 7

Op basis van de koers-winstverhoudingen vond Aberfeld het aandeel BAM Groep op een koers van € 1,90 zonder meer goedkoop. Natuurlijk moest er wel rekening worden gehouden met het feit dat de marktomstandigheden voor bouwbedrijven zeer uitdagend zijn...



## Specialist aan het woord ..... 8

De spanning op de rentemarkt is plotseling verdwenen. Uit de notulen van de FED blijkt dat bankiers in de VS een afname van de consumentenvraag waarnemen, wat leidt tot minder noodzaak om de rente opnieuw te verhogen...



## TKH houdt de banden op spanning ..... 9

TKH Group heeft een prima eerste negen maanden achter de rug, maar het technologiebedrijf presenteerde voorzichtige verwachtingen voor het lopende jaar. De groep bouwt zo langzaam een negatief trackrecord op, iets waar de analisten Aberfeld normaliter een hekel aan hebben...

---

**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](http://aberfeld.nl/disclaimer)) omschreven voorwaarden.*



# Aandelen kennen een momentum

De novemberbeursrally lijkt overtuigend, zelfs zozeer dat we tegen het einde van het jaar een recordhoogte kunnen bereiken. De S&P 500 won de afgelopen week 2,2%, de Dow Jones 1,9% en de Nasdaq 2,4%. Een groot deel van de stijging kwam nadat de consumentenprijsindex van oktober een bemoedigend beeld gaf. Dit bevestigt de stelling dat de Federal Reserve (Fed) zal kunnen stoppen met het verhogen van de rente. De Amerikaanse consumenteninflatie over oktober daalde iets meer dan verwacht en komt nu op 3,2% op jaarbasis. Oorzaak zijn de gedaalde prijzen voor energie en de vertraagde doorwerking van huisvestingskosten. De kerninflatie is echter met 4% nog flink hoger dan de doelstelling. Alles met elkaar duidt erop dat de Fed de strijd tegen de inflatie aan het winnen is.

Een andere fundamentele indicator die de Amerikaanse centrale bank waarschijnlijk motiveert om de rente ongewijzigd te laten is de recente daling van de olieprijs. Een lagere groeiverwachting, afnemende vraag en een hogere voorraad zijn communicerende vaten. Deze zijn niet alleen van invloed op olieprijs, maar ook op het bredere economische klimaat.

Wanneer de Fed kan beginnen met het versoepelen van het monetaire beleid is lastig te voorspellen. De centrale bank kan het zich veroorloven om de impact van de recente ontwikkelingen af te wachten en te beslissen of het monetaire beleid inderdaad streng genoeg is, zodat de economie sterk genoeg afkoelt. De Fed heeft deze week aangegeven dat ze de rente mogelijk langer hoog zullen houden. Want bij wegebbende renteangst, het inflatiespook dat

langzaam naar de achtergrond verdwijnt, ontstaat de indruk dat de volgende stap een renteverlaging kan zijn. Door deze ferme taal van de Fed zal de markt in bedwang worden gehouden.

## Aandelen kennen een momentum en er is angst om iets te missen

De belangrijkste 10-jaars kapitaalmarktrente, die ook wordt gebruikt bij het waarderen van aandelen, is afgelopen week gedaald tot onder de 4,5%. We hebben nog steeds een inverse rentecurve, iets dat op een aankomende recessie duidt. Deze langetermijnrente kruipt weer dichterbij de 2-jaars rente, zodat er weer een meer “gezonde” rentesituatie komt.

De aanjager van de aandelenrally is de verwachting dat de rente volgend jaar kan dalen, wat ook leidde







tot dalende rendementen op Amerikaanse staatsobligaties. Bovendien bleek uit de gegevens dat de inflatie in oktober vertraagde, in een lager tempo dan economen hadden verwacht. Dat versterkt het verhaal dat de Fed zich waarschijnlijk zal onthouden van verdere renteverhogingen. Wij denken dat dit het geval is en dat de rentetarieven van de Fed hun hoogtepunt hebben bereikt en dat we in 2024 uit kunnen kijken naar een milder renteklimaat.

De kosten van materialen en salarissen zouden intussen langzamer moeten stijgen, waardoor bedrijven hun winstmarges kunnen vergroten en er meer geld overblijft om voor de bedrijven aandelen terug te kopen. De verwachting is dat de winst per aandeel de komende twee jaar met 12% zal groeien. Die voorspelling moet nog bekrachtigd worden, maar voor nu genieten we van deze positieve flow.

## Spreiding

Ondertussen doen beleggers er goed aan hun aandelenposities in de portefeuille goed te spreiden, de

aandelen van fundamenteel sterke bedrijven stevig vast te houden, maar daarnaast ook open te staan voor kansen die deze markt biedt. Zo sorteert Aberfeld voor naar het einde van de renteverhogingen en de eerste tekenen van renteverlagingen. Want dat is het moment dat de beurskoersen een nieuwe boost krijgen en dan moet uw portefeuille al goed ingevuld zijn voor de toekomst. Tot die tijd moeten de beleggers rekening houden met volatiliteit. En wanneer het even niet meezit, is het zaak vertrouwen te houden in de fundamentele keuzes die gemaakt zijn. Die zullen over enkele jaren een aanzienlijk rendement laten zien. Deze periode is een momentopname en de rest is emotie onder invloed van krantenkoppen. Beleggen blijft vooruitzien, waarbij geduld wordt beloond.

We blijven alert op alle posities in onze portefeuilles en toetsen die dagelijks aan de ontwikkelingen van de markt. Winst nemen op een aandeel is onderdeel van onze strategie, hiermee verzilveren we het rendement wat tegelijkertijd de gelegenheid biedt om opnieuw te investeren in kansrijkere posities.

Binnen het aandelenpakket van onze klanten zorgen we voor een goede verhouding tussen groei-, waarde- en dividendaandelen, die aansluit op het profiel en de wensen van de klant. Aberfeld International Vermogensbeheer staat voor rust en rendement, waarbij de klant centraal staat.

Mocht u geïnteresseerd zijn in onze visie en service, neemt u dan gerust contact op om een afspraak te maken. U bent van harte welkom en als u het op prijs stelt kom ik graag bij u thuis langs.

**Hartelijke groet,  
Janette Buitenkamp**



# ING overtuigt met de kwartaalcijfers net niet helemaal

**Met de publicatie van de derdekwaartalcijfers liet ING zijn aandeelhouders niet in de steek. Dankzij een strenge kostenbeheersing en slechts beperkte waardeverminderingen was het inkomen onder de streep hoger dan verwacht. Een minpunt was echter dat de netto rente-inkomsten iets onder de verwachtingen uitkwamen.**

Daartegenover staat dat de bank een nieuw inkoopprogramma van eigen aandelen aankondigde voor een bedrag van € 2,5 miljard. De meeste analisten blijven onverminderd positief over dit aandeel en hanteren koersdoelen die ruim boven de huidige niveaus liggen. Aberfeld blijft echter iets voorzichtiger. Beleggers zullen zich de komende kwartalen waarschijnlijk vooral richten op de rente-inkomsten en die zouden vanwege het vertrek van € 7 miljard aan tegoeden tegen kunnen vallen. Omdat de koers de komende tijd kan worden afgeremd door het wegvloeien van die tegoeden, gaan we vooralsnog niet verder dan een zeer stevig houdadvies.

## Profiel

ING is een wereldwijde bank met een sterke Europese basis. In meer dan 40 landen worden de ongeveer 37 miljoen klanten bediend door ruim 52.000 werknemers. ING Groep is opgericht in 1991 en het hoofdkantoor bevindt zich in Amsterdam. Onder leiding van ceo Steven van Rijswijk realiseerde ING Groep in het boekjaar 2022 een omzet van € 18,6 miljard en een nettoresultaat van € 3,7 miljard. Het aanbod aan producten omvat bijna alle bancaire diensten voor zowel particulieren als bedrijven, waaronder gespecialiseerde kredietverlening, op maat gemaakte bedrijfsfinanciering, duurzame financiële oplossingen enz. De financiële wereld is voortdurend in beweging en ING moet zich aanpassen aan een snel veranderende omgeving. Om te innoveren en om de dienstverlening aan die klanten voortdurend te verbeteren maakt het management gebruik van de in het verleden opgedane ervaring met klanten. Klimaatverandering is een van de grootste uitdagingen waar de wereld mee wordt geconfronteerd, en ook op dat vlak wil ING zich onderscheiden. Het bedrijf is vastbesloten een voorloper te zijn in het opbouwen van een duurzame toekomst voor zijn klanten, de samenleving en het milieu. De bank geeft daarbij het goede voorbeeld door te streven naar netto nul uitstoot in de eigen activiteiten. Om zijn strategische

ambities te vervullen heeft ING vier prioriteiten naar voren geschoven: het aanbieden van betrouwbare digitale diensten, het opbouwen van een technologie- en operationele basis die modulair en schaalbaar is, het benutten van het volledige potentieel van de medewerkers en ten slotte wil de bank zijn klanten de mogelijkheid bieden om op een veilige manier te bankieren. De lat ligt dus hoog en dat dwingt het management om continu waakzaam te blijven.

## Cijfers

Dankzij sterke resultaten in zowel retail als wholesale banking heeft ING in het derde kwartaal de nettowinst fors zien stijgen. In de toelichting op de cijfers kondigde het bedrijf een nieuw omvangrijk inkoopprogramma van eigen aandelen aan. In de verslagperiode boekte ING een nettowinst van ruim € 1,98 miljard, in vergelijking met € 979 miljoen in dezelfde periode vorig jaar. De consensusverwachting was een nettowinst van € 1,83 miljard. De netto rente-inkomsten stegen in het afgelopen kwartaal van € 3,26 miljard naar € 4,03 miljard. De consensusverwachting bij de analisten lag echter op een bedrag van € 4,12 miljard, zodat ING op dit vlak dus teleurstelde. Van Rijswijk sprak van sterke resultaten ten opzichte van het jaar ervoor, met onder andere een verhoging van het aantal klanten wereldwijd met 181.000 tijdens de verslagperiode. Hij gaf de volgende toelichting: "We blijven stappen ondernemen om onze kapitaalratio's te convergeren naar ons doelniveau van ongeveer



12,5%. Het nieuwe programma voor de inkoop van eigen aandelen geeft blijk van onze sterke financiële positie. Dit zijn echter onzekere tijden en het is moeilijk om de impact van de huidige geopolitieke conflicten te voorspellen. Ik ben er echter van overtuigd dat we goed zijn gepositioneerd om de uitdagingen die zich aandienen het hoofd te bieden.”

### Pro's:

- De laatst gepubliceerde kwartaalcijfers vielen zeker niet tegen.
- Het programma voor de inkoop van eigen aandelen is groter dan verwacht.
- De meeste analisten blijven positief over het aandeel.

### Contra's:

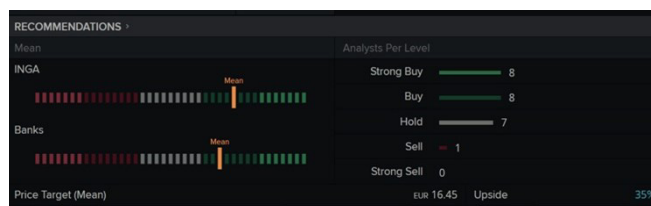
- De bank is kwetsbaar voor een verslechtering van de macro-economische omgeving.
- De netto rente-inkomsten waren zwakker dan verwacht.
- Het belangrijkste risico is een onverwachte daling van de rentevoeten.

### Conclusie

Van Rijswijk was tevreden over de gang van zaken in het derde kwartaal. Daar valt op zich weinig op af te dingen, hoewel de kwaliteit van de cijfers toch enigszins gemengd was. Aan de positieve kant was het resultaat 8% hoger dan verwacht en daarmee overtrof de bank ook de eigen consensus. Het betere resultaat was vooral te danken aan hogere inkomsten (ondanks de wat tegenvallende netto rente-inkomsten) en aan lagere afschrijvingen. Hoewel bijna alle analisten het daarover eens waren, werd er in de meeste gevallen toch een vraagteken geplaatst bij de vooruitzichten voor de ontwikkeling van de netto rentebaten. Algemeen wordt aangenomen dat de rentevoeten zowel in de Verenigde Staten als in Europa een piek hebben bereikt, maar zekerheid daarover kan niet worden gegeven. Het ziet er naar uit dat de inflatie over het hoogtepunt heen is, maar dat moet nog wel worden bevestigd. Het is dus zeer lastig om te voorspellen wanneer de centrale banken gaan denken aan het verlagen van de rentevoeten. Vast staat in elk geval dat ze daarbij niet over één nacht ijs zullen gaan.

De centrale bankiers willen immers vermijden dat de in het verleden gemaakte fouten opnieuw worden gemaakt. Nog niet zo lang geleden werd door de

centrale bankiers met veel overtuiging verkondigd dat inflatie een fenomeen van tijdelijke aard zou zijn, wat echter niet het geval bleek te zijn.



Aanbevelingen van derden.

De situatie omtrent de rente maakt het moeilijk om voor de financiële sector betrouwbare prognoses voor de langere termijn te geven. Niemand kan het toekomstige gedrag van spaarders en beleggers voorspellen, terwijl dat gedrag van groot belang is voor de toekomstige evolutie van de winstgevendheid van banken en verzekeraars. Hoewel het nieuwe programma voor de inkoop van eigen aandelen voor een bedrag van € 2,5 miljard de koers op korte termijn kan ondersteunen, doen beleggers er goed aan om de komende kwartalen met name de ontwikkeling van de rente-inkomsten in de gaten te houden. Aberfeld herhaalt nogmaals dat er voor € 7 miljard aan tegoeden de bank heeft verlaten en het moet nog blijken of die negatieve trend kan worden gestopt. De conclusie luidt dan ook dat wij, in tegenstelling tot heel wat analisten van banken en brokers, wat voorzichtiger blijven voor het aandeel ING. Beleggers die al aandelen ING bezitten, kunnen rustig blijven zitten. Wij geven echter pas een koopadvies als de lampen op groen springen. Bij de publicatie van de jaarcijfers wordt het wellicht duidelijker of de negatieve trend bij de netto rente-inkomsten is omgebogen.

### Fundamentele kenmerken ING

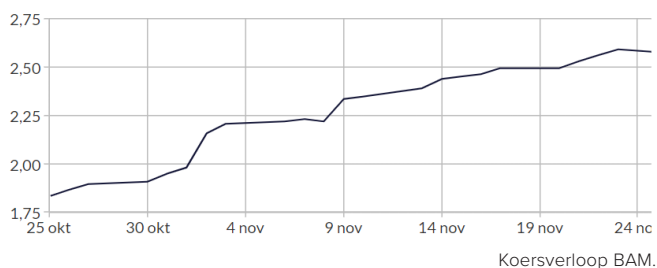
Winst per aandeel 2022:	€ 0,95
Geraamde winst per aandeel 2023:	€ 1,82
Geraamde winst per aandeel 2024:	€ 1,77
Koers-winstverhouding 2022:	11,23
Koers ING:	€ 12,30
ISIN-code:	NL0011821202
Tickersymbool:	ING
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€ 15
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€ 10,81
Dividend:	0,87
Dividendrendement:	7,7%
Aantal uitstaande aandelen:	53,24 miljoen stuks
Marktkapitalisatie:	€ 3,50 miljard
Sector:	bank
Return on assets:	1,49%
Return on equity:	29,72%



# BAM bouwt weer solide

**Op basis van de koers-winstverhoudingen vond Aberfeld het aandeel BAM Groep op een koers van € 1,90 zonder meer goedkoop. Natuurlijk moest er wel rekening worden gehouden met het feit dat de marktomstandigheden voor bouwbedrijven zeer uitdagend zijn. Er konden bijvoorbeeld nog tegenvallers komen uit contracten die onder het vorige regime zijn afgesloten, maar de financiële impact hiervan zou naar onze verwachting beperkt zijn.**

Tussen de bouwbedrijven sprong BAM Groep er in positieve zin uit vanwege de bijzonder sterke financiële positie, waardoor het bedrijf weinig last heeft van de hoge rentes. Met een verwachte koers-winstverhouding van 3,2x voor 2025 en een dividendrendement van 7,8% geeft Aberfeld een koersdoel voor de middellange termijn van ruim € 3. De weg omhoog is inmiddels flink ingezet.



## Goede cijfers

BAM kwam met goede cijfers op 2 november, waar we even iets dieper induiken. BAM heeft indrukwekkende financiële resultaten gepresenteerd. Het bedrijf rapporteerde een omzet van maar liefst € 4,535 miljard, wat betekent dat BAM financieel gezond is. Terecht beloonden de aandeelhouders het aandeel op die dag met een stijging van ruim 8%. De aangepaste EBITDA-marge van BAM is met een 40 basispunten verbeterd, wat betekent dat ze hun operationele efficiëntie hebben vergroot. De marge steeg naar 4,4% gedurende de eerste negen maanden, in vergelijking met 4% in de eerste helft van 2023. Dit is een belangrijk gegeven, want ondanks de uitdagingen in de woningbouwsector als gevolg van een afkoeling van de huizenmarkt, heeft BAM dit weten te compenseren door groei in andere sectoren, zoals de utiliteitsbouw. Daarnaast zijn er groeikansen in telecom, energie en water. Dit bewijst dat BAM veerkrachtig is.

## Management is ook optimistisch

Het management van BAM is ook optimistisch en verwacht dat de goede prestaties zich zullen voortzetten. Ze mikken nu op een aangepaste EBITDA-marge

van 4,5% voor het hele jaar en streven ernaar 1.500 woningen te verkopen, wat een positieve bijstelling is van hun eerdere doelstellingen. Een ander interessant aspect is de orderportefeuille van BAM. Deze is solide gebleven, wat onze visie bevestigt dat de CEO van BAM zelf ook vertrouwen heeft in de veerkracht van de bouwsector, ondanks uitdagende economische omstandigheden. BAM heeft recent een herstructureringsprogramma afgerond waarbij de meeste internationale dochterondernemingen zijn afgestoten. BAM richt zich nu op haar kernmarkten en geeft met stip prioriteit aan winstgevendheid boven volume.



Enkele cijfers uit de trading update. Bron: BAM Groep.

## Conclusie

Met voortdurende aandacht voor risicovermindering, toenemende transparantie, winstherstel, een solide orderportefeuille en een gezonde financiële positie lijkt BAM een aandeel dat het verleden van zich af kan schudden. Actieve beleggers kunnen een beetje spelen op de golven van de beweeglijkheid. Aberfeld blijft het aandeel koopwaardig vinden en geeft het een eerste koersdoel van € 3.

# Specialist aan het woord

**De spanning op de rentemarkt is plotseling verdwenen. Uit de notulen van de Fed blijkt dat bankiers in de Verenigde Staten een afname van de consumentenvraag waarnemen, wat leidt tot minder noodzaak om de rente opnieuw te verhogen. Hierdoor is het rendement op 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties gedaald naar 4,4%, terwijl het slechts enkele weken geleden nog op 5% stond.**

Opmerkelijk is nog steeds de inverse curve van de rente, waarbij de 2-jarige rente hoger is dan de 10-jarige. Een negatief verschil tussen korte en lange rente wijst op een verwachte economische recessie. Dit verklaart waarschijnlijk waarom de Amerikaanse centrale bank tijdelijk de rem indrukt, om een ernstige recessie te voorkomen en slechts een milde te bevorderen, waarbij de inflatie weer onder controle komt. De inflatie neemt af en in Europa nadert deze zelfs de doelstelling van 2%, wat resulteert in een iets soepeler beleid van de Centrale Bank.

Zoals de afgelopen jaren duidelijk is geworden, is de richting van de rente de belangrijkste katalysator voor aandelenkoersen. In 2022 werd het evident dat centrale banken wereldwijd van plan waren de rente te verhogen, wat 2022 tot een slecht jaar voor aandelen maakte. Momenteel merken beleggers op dat de rente haar piek heeft bereikt en de weg naar beneden is ingeslagen. Een dalende rente is gunstig voor aandelen, wat we aan het einde van dit jaar voorzichtig zien op de aandelenmarkt.

Ik zeg 'voorzichtig' omdat het nog onduidelijk is of centrale banken de rente volgend jaar gaan verlagen. Verscheidene factoren, zoals de olieprijs, inflatie, staatsschulden, klimaat, enzovoorts kunnen hierop van invloed zijn. Veel van deze factoren beïn-

vloeden het consumentengedrag en hebben indirect invloed op de inflatie en rente. De richting is dus nog niet volledig duidelijk, waardoor beleggers terughoudend blijven.

Bij Aberfeld gaan we ervan uit dat de rente volgend jaar zal dalen, wat het klimaat voor aandelen aanzienlijk zal verbeteren. Met onze prognoses zijn we dan ook optimistisch gestemd en verwachten we een stijging van de aandelenindices in 2024.

Argumenten waarom we verwachten dat de rente volgend jaar - en mogelijk ook de daaropvolgende jaren - zal dalen zijn onder andere de beschikbaarheid van geld, de verwachte daling van energieprijzen door de toenemende invoering van duurzame energiebronnen, en in belangrijke mate de vergrijzing die ook een steeds grotere rol gaat spelen. Door de vergrijzing zullen in de komende decennia aanzienlijke kapitalen via erfenissen bij nieuwe generaties terecht komen. Deze generaties hebben dit geld niet onmiddellijk nodig en zullen het waarschijnlijk beleggen. De reden waarom ze deze kapitalen niet zullen gebruiken voor consumptie is de krapte op de arbeidsmarkt, die naar verwachting niet snel zal veranderen, mede door de vergrijzing.

Als we dus op de lange termijn kijken, zijn de analisten van Aberfeld bijzonder positief over aandelen. Aangezien de waardering van aandelen altijd gebaseerd is op toekomstige resultaten, mogen we voor 2024 een veelbelovende start verwachten.

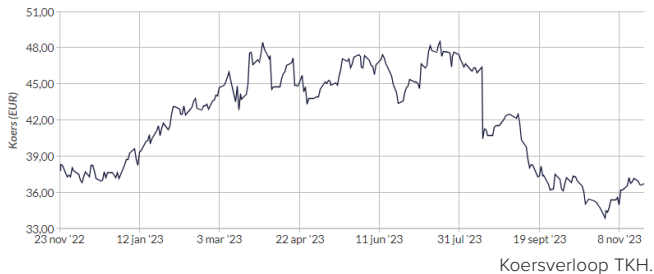
**Hartelijke groet,  
André van Eerden**





# TKH houdt de banden op spanning

**TKH Group heeft een prima eerste negen maanden achter de rug, maar het technologiebedrijf presenteerde voorzichtige verwachtingen voor het lopende jaar. De groep bouwt zo langzaam een negatief trackrecord op, iets waar de analisten Aberfeld normaliter een hekel aan hebben. Toch zien wij mede door de recente koersdaling kansen voor beleggers om aan het langste eind te trekken.**



TKH Group heeft in het derde kwartaal de omzet zien stijgen, maar wel minder sterk dan in de eerste jaarhelft, en het werd voorzichtiger over de outlook voor 2023. Dit bleek uit cijfers van het technologiebedrijf uit Haaksbergen. "We bleven goed presteren, ondanks de uitdagende marktomstandigheden", zei CEO Alexander van der Lof dinsdag in een toelichting. De topman zei dat TKH erin slaagde om de toegevoegde waarde te vergroten om de kosteninflatie te kunnen compenseren.

Verder wil TKH het tempo van desinvesteren opvoeren in de komende 12 maanden. "Dat geeft ons meer ruimte om te kunnen investeren in onze belangrijkste technologieën, aldus de CEO. "Hierdoor wordt er ook ruimte verkregen voor extra aandelen inkoopprogramma's".

## Resultaten

De omzet steeg in het derde kwartaal met 1,6 procent op jaarbasis naar 458,5 miljoen euro. In de eerste zes maanden bedroeg de omzetgroei nog 5,3 procent. Ook autonoom bedroeg de groei afgelopen kwartaal 1,6 procent. Bij Smart Manufacturing Systems steeg de omzet volgens TKH sterk, nu de verstoringen in de aanvoerketen oplossen. Maar bij Smart Connectivity en Smart Vision Systems daalde de omzet, omdat klanten hun voorraden afbouwen.

Deze omzet leverde in het derde kwartaal een EBITA voor eenmalige posten op van 54,3 miljoen euro, een daling op jaarbasis van 1,7 procent. Het rendement op de omzet bedroeg 11,8 procent, tegenover 12,2 procent vorig jaar in het derde kwartaal. Over de eerste negen maanden steeg de omzet met 4,1 procent en

de EBITA met 1,9 procent.

## Outlook

Voor dit jaar rekt TKH op een EBITA van 230 tot 240 miljoen euro, na in 2022 te zijn uitgekomen op 235 miljoen euro. Wel waarschuwde TKH vanochtend dat het vermoedelijk aan de onderkant van deze bandbreedte zal uitkomen.

TKH verwacht verder een nettowinst voor amortisatie en eenmalige posten van 126 tot 134 miljoen euro te realiseren, maar ook hier zal het bedrijf vermoedelijk aan de onderkant uitkomen.

## Banden aanhalen

TKH stelt dat het tekort aan onderdelen bijna is opgelost en verwacht dat dit de winstgevendheid voor het jaar ten goede zal komen. Het orderboek bleef stabiel op ruim 994 miljoen euro, vooral dankzij veel nieuwe orders voor Smart Manufacturing Systems, wat voornamelijk was te danken aan het onderdeel Tire Building dat profiteerde van de effecten van reshoring en de investeringsprogramma's van bandenfabrikanten. Uit een rapport van de Franse autobandenfabrikant Michelin komt naar voren dat sinds begin dit jaar de opleving van banden voor nieuwe voertuigen in de meeste regio's aanhoudt. Wel ziet Michelin dat de vervangingsvraag in vooral Europa last heeft van de aanhoudende voorraadafbouw door distributeurs vanwege het onzekere economische klimaat.

## Knellende expansieplannen

Vorig jaar kondigde TKH zijn 'Strategic Investment Program' aan, dat als doel heeft om de wereldwijde productiecapaciteit te vergroten en daarmee te voldoen aan de toenemende vraag. TKH ligt naar eigen zeggen op schema met zijn investeringsplannen van €150 miljoen die aan dit plan zijn gekoppeld. Het afgelopen jaar steeg het aantal voltijdsmedewerkers op jaarbasis met 8,5% naar 7.022 FTE en de verwachting is dat er de komende periode ook werk wordt gemaakt van het aantrekken van nieuw talent.

We zien ook dat de markt van onshore en offshore stroomkabels veel potentie heeft. Om aan de klimaatdoelen voor 2050 te voldoen hebben de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk zich ten doel gesteld om het aantal windparken op zee fors uit te breiden. Daarvoor zijn vele kilometers aan stroomkabels nodig. TKH kreeg eerder dit jaar van de Deense offshore windenergieproducent Ørsted een contract voor de levering van bijna 200 kilometer inter-array en andere kabels, waarvan de productie in het vierde kwartaal van 2023 van start gaat. Ook bouwt TKH in Eemshaven een nieuwe inter-array kabelfabriek, die naar verwachting in het tweede kwartaal van 2024 operationeel wordt. Verder is TKH door netbeheerder TenneT geselecteerd als een van de leveranciers om de komende jaren hoogspanningskabels te leveren, waarvoor de productiefaciliteiten in Lochem worden uitgebreid. Wel merkt TKH op dat de voorraden bij netwerkbeheerders oplopen, omdat zij problemen hebben met de uitrol van hun energienetwerken in Nederland.

Eind juli kondigde TenneT een tijdelijke stop aan voor nieuwe aanvragen voor zonnepanelen en windmolens in de Noordoostpolder en Urk. Netbeheerder Liander meldde begin augustus dat op zeventien plaatsen in het elektriciteitsnet in Friesland, Gelderland, Noord-Holland en Flevoland de maximale capaciteit van het stroomnet is bereikt, wat leidt tot het ontstaan van nieuwe knelpunten. Daarbij zorgt het toenemend aantal elektrische auto's en de daarvoor benodigde laadpalen ervoor dat de druk op het

elektriciteitsnetwerk de komende jaren alleen maar verder toeneemt. TKH behaalt 26% van zijn omzet in Nederland.

## Franse afslag

Eind mei maakte TKH bekend een groot deel van zijn Franse activiteiten af te stoten. Het bedrijf verkoopt TKH France, waaronder CAE Data en ID Cables vallen, aan de Franse investeringsmaatschappij Argos Wityu. CAE Data en ID Cables richten zich op digitaliseringsprojecten voor de bouwsector en realiseerden vorig jaar samen een omzet van €129,3 miljoen bij een ebitda van €19,6 miljoen. TKH France vertegenwoordigt een ondernemingswaarde van €118 miljoen. Argos Wityu brengt TKH France onder in de nieuwe vennootschap SCS Wityu, waar TKH €26,5 miljoen investeert en waarvoor het een minderheidsbelang van 40% krijgt. TKH verwacht dat de transactie ergens in het lopende boekjaar wordt afgerond en €20 miljoen bijdraagt aan de nettowinst. TKH blijft in Frankrijk actief met TKF Telecom, dat zich richt op glasvezelnetwerkoplossingen.

## Kansen:

- De aandelenkoers van TKH is flink gedaald en daardoor is er een interessant instapmoment ontstaan.
- De verkoop van een groot deel van de Franse activiteiten zorgt voor een verbetering van de financiële positie.
- Overnamespeculaties rond TKH houden naar verwachting aan en ondersteunen de koers.

### Key figures (in € million unless otherwise stated)

Q2 2023	Q2 2022		H1 2023	H1 2022	Change in %
475.1	463.0	Turnover	947.6	899.7	+ 5.3%
59.9	57.1	EBITA before one-off income <sup>1)</sup>	119.8	115.6	+ 3.6%
		Adjusted net profit <sup>2)</sup>	67.7	70.5	- 4.0%
		Net profit	98.4	70.0	+ 40.6%
		Net earnings per ordinary share attributable to shareholders (in €)	2.40	1.70	+ 41.3%
12.6%	12.3%	ROS	12.6%	12.8%	
		ROCE	19.9%	21.5%	

1) One-off income of € 1.1 million in H1 2023 and € 9.3 million in H1 2022.

2) Net profit before amortization of intangible non-current assets related to acquisitions (after tax) and one-off income and expenses attributable to shareholders. This includes a one-off contribution of € 36.2 million from the divestment of the minority stake in CCG, closed in Q1 2023. For further details, see the "Overview of alternative performance indicators" included after the financial statements.

## Bedreigingen:

- De problemen in het energienetwerk kunnen ertoe leiden dat de voorraden bij klanten verder oplopen, waardoor de vraag naar kabels afneemt.
- TKH kampt nog altijd met componententekorten, wat de resultaten het laatste kwartaal onder druk kan zetten.
- Door de verkoop van de Franse activiteiten wordt TKH nog afhankelijker van zijn bandendivisie.

## Conclusie

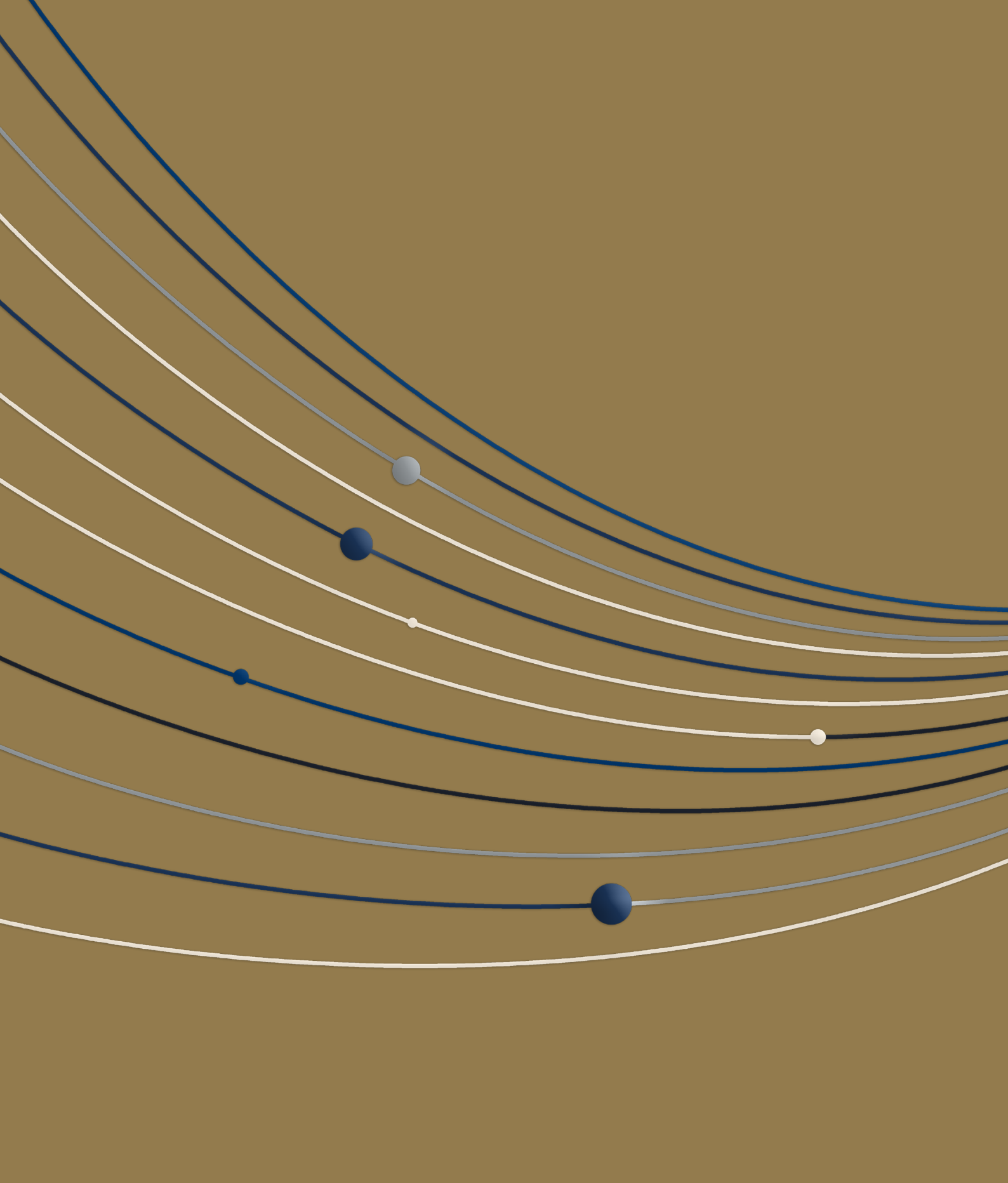
Beleggers reageerden teleurgesteld op de outlook van TKH Group voor heel 2023. De aandelenkoers sloot na de presentatie nog dezelfde dag 12,9% lager en staat nog altijd rond datzelfde niveau. Aberfeld blijft echter enthousiast over TKH. Het was zeer teleurstellend dat het bedrijf wederom zijn verwachtingen neerwaarts moest bijstellen, maar wij rekenen voor volgend jaar op een sterk herstel. De markt van onshore- en offshorekabels biedt veel groeipotentieel en de vraag vanuit de automotive markt naar banden blijft voorlopig sterk. De verkoop van TKH France geeft het bedrijf meer financiële ruimte, bijvoorbeeld voor nieuwe overnames, het verlagen van de schul-

denlast of om het dividend te verhogen. Over de financiële positie van TKH maken we ons geen zorgen, TKH eindigt 2023 vermoedelijk met een schuldratio van 1,7 en er zal een dividend van minimaal 1,60 euro per aandeel worden uitgekeerd. Ook kondigde TKH recent een extra aandeleninkoopprogramma aan ter waarde van 25 miljoen euro.

Wij denken dat TKH in de handen van private-equity veel beter zou presteren en verwelkomen daarom de samenwerking met Argos Wityu. Wij sluiten niet uit dat een investeringsmaatschappij zich op termijn gaat melden voor andere delen van TKH of een bod doet op het gehele bedrijf, zeker omdat er volgens ons veel verborgen waarde in de groep aanwezig is. Bij een overname van TKH kan het onderdeel Tire Building eenvoudig worden doorverkocht. De recente koersdaling zorgt ervoor dat het aandeel op een zeer aantrekkelijke koers-winstverhouding van 10,2 noteert, wat een uitstekend niveau is om aandelen op te pikken. Verder genieten de aandeelhouders een stevig dividendrendement van 3,4%. Wij geven een koopadvies voor TKH en hanteren een koersdoel van €60.







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

T: +31 203 050 540  
E: [info@aberfeld.nl](mailto:info@aberfeld.nl)  
W: [www.aberfeld.nl](http://www.aberfeld.nl)