

26 april 2024



Aberfeld
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

INHOUD



Land in zicht 3

Na twee jaar van renteverhogingen door de grote mondiale centrale banken is er verlichting aan de horizon. Het beloofde land van renteverlagingen lijkt in aantocht...



Nike staat in de startblokken 5

Beleggers doen Nike massaal in de verkoop, hoewel er financieel niet zo veel aan de hand lijkt met een solide balans en een lichte omzetgroei, zijn de resultaten tegenvallend. Waar Nike 2,5 jaar geleden nog op €170,- handelende staat het aandeel momenteel rond de €90,-...



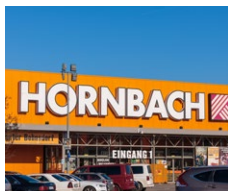
Koers Azelis lijkt eindelijk uit te bodemen 7

We vallen meteen met de deur in huis: op de beurs heeft Azelis een onzekere periode achter de rug met zowel ups als downs. De koers is er vooralsnog niet in geslaagd om een vuist te maken en dat heeft alles te maken met de flauwe cijfers die het bedrijf...



Specialist aan het woord 10

We gaan de zomerperiode tegemoet en de maand mei begint bijna. Handelaren roepen alweer "sell in May and buy back in September". Dit is een oude beurswijsheid die zeker niet gestaafd kan worden aan historische cijfers...



Verborgene waarde in Hornbach? 11

De internationale bouwmarktketen Hornbach, die ook in Nederland sterk is vertegenwoordigd, blijkt een schuld te hebben van bijna € 1,7 miljard en daarmee lijkt de financiële positie van het bedrijf op het eerste gezicht wat matig...

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.

Land in zicht.

Na twee jaar van renteverhogingen door de grote mondiale centrale banken is er verlichting aan de horizon. Het beloofde land van renteverlagingen lijkt in aantocht.

De renteverhogingen hebben hun doelen bijna bereikt: het beteugelen van de inflatie en het terugdringen van de vraag. Nu is het tijd om ons weer op groei van de economieën in het algemeen en bedrijven in het bijzonder te concentreren. De omstandigheden zijn aanwezig om renteverlagingen door de meeste grote centrale banken in de tweede helft van dit jaar te ondersteunen. Dat belooft goeds voor het herstellen van de risicobereidheid van de belegger, het aanmoedigen van investeringen en het bevorderen van de groei in de internationale economie.

De economie en vooral de arbeidsmarkt, is er nog steeds relatief solide. Er is een tekort aan arbeidskrachten, de lonen stijgen nog licht maar de koopkracht blijft op peil met hoger dan verwachte uitgaven in de detailhandel. Op zichzelf positieve ontwikkelingen.

Maar de inflatie blijft daardoor als onkruid dat steeds opnieuw wortel schiet. Met name in Amerika, waardoor de Fed pas op de plaats maakt. En dat heeft de voortgang voor veel beleggers op zijn kop gezet, die op een reeks van renteverlagingen en lagere obligatierentes in 2024 had gerekend en op z'n minst een duidelijke aanwijzing



De hogere tarieven hebben dan wel de inflatie bedwongen, maar daardoor is wel de vraag verminderd. Met als gevolg dat in Canada, Duitsland, Zweden en Groot-Brittannië de werkloosheid over het algemeen stijgt en de groei vertraagt. De centrale banken zullen alle risico's te gaan wegen om de beleidsrente te verlagen om een zomer op te vangen die wordt gekenmerkt door volatiliteit.

Wij verwachten dat De Europese Centrale Bank en de Bank of Canada hoogstwaarschijnlijk de voorlopers zijn door vanaf juni de rente te verlagen met in totaal vier renteverlagingen tegen het einde van het jaar. Vervolgens de Bank of England, met drie renteverlaging. Waarbij de Federal Reserve terughoudender zou kunnen zijn, met slechts twee kwartpunten renteverlagingen later dit jaar. Maar voorlopig blijft het speculeren.

Aankomende week komt het cijferseizoen op gang, met veel bedrijven die de boeken over het eerste kwartaal openen. De ontwikkelingen van de omzetten winsten kasstromen, etc zullen de koersen weer herijken voor het volgende kwartaal. De geopolitieke spanningen in de wereld blijven vooralsnog aanwezig, maar de belegger lijkt daar zijn waardebeoordeling van de aandelen steeds minder door te laten beïnvloeden. En of de zomerdip gaat leiden tot volatiliteit zal de tijd ons leren.

Ondertussen zijn er manieren om portefeuilles winstgevend te positioneren voor de lange termijn horizon. Je moet zoeken naar kwaliteit en hoge cashflows. Dat zal de onzekerheid helpen wegnemen omdat je fundamenteel onderbouwd bent met je posities. Een goede mix van aandelen die een stabiele inkomsten genereren en enkele aandelen met een hogere groei zijn onderdeel voor uw risicospreiding binnen de portefeuille.

De top-technologiebedrijven zullen in staat moeten zijn om de volatiliteit te doorstaan en minder te worden getroffen door hogere rentetarieven vanwege hun onberispelijke balansen. De meeste bedrijven



hebben veel geld en weinig schulden. Investeren in bedrijven met nutsvoorzieningen, zouden een goede aanvulling zijn op de groei van de technologiesector. Je zou het als saai kunnen betitelen, maar de aandelen zijn defensief en keren vaak grote dividenden uit. Dit zorgt voor een goede cashflow in je portefeuille. Aandelen uit de gezondheidszorg kunnen een ander rendement element voor aandelenbeleggers zijn, met het extra voordeel van een sterkere winstgroei dan nutsbedrijven.

Bij Aberfeld is ons beleggingsbeleid gebaseerd op een goede risicospreiding en bepalen we de waarde van een aandeel op fundamentele basis. Wij houden daarbij de lange termijn als punt aan de horizon en raken niet verstrikt in de marktvolatiliteit. We blijven alert op alle posities in uw portefeuille, en toetsen die dagelijks aan de ontwikkelingen van de markt. Winst nemen op een aandeel is onderdeel van onze strategie hiermee verzilveren we uw rendement en biedt de gelegenheid om opnieuw te investeren in kansrijkere posities. Waar we erg gedreven in zijn en ons in onderscheiden is het creëren van extra rendement wanneer de beurzen een tijdlang niet stijgen. Als beurzen stijgen verdient iedereen, de echte resultaten worden geboekt wanneer er wolken voor de zon verschijnen.

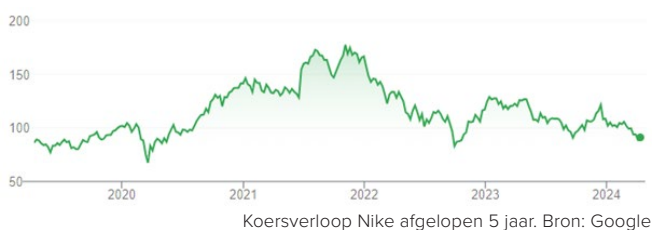
Het zou mij een eer zijn als ik in een persoonlijk gesprek aan u mag uitleggen. Bent u geïnteresseerd persoonlijke benadering gedegen vermogensbeheer en wilt u meer horen over onze visie en service, twijfel niet en neem contact met me op om een afspraak te maken. U bent van harte welkom op een van onze kantoren in Haarlem, Amsterdam of Assen, maar met alle plezier komen wij bij u thuis als u dat op prijs stelt, kom ik u graag persoonlijk bezoeken.

**Hartelijke groet,
Janette Buitenkamp**



Nike staat in de startblokken

Hoewel er financieel niet zo veel aan de hand lijkt doen beleggers Nike massaal in de verkoop. Met een solide balans en een lichte omzetgroei zijn de resultaten tegenvallend. Waar Nike tweeënehalf jaar geleden nog rond een koers van €170,- noteerde, staat het aandeel momenteel rond de €90,-. Analisten verwachtten dat het opschonen van de voorraad zou resulteren in een verbetering van de brutowinstmarge (merchandise margin). We zien bij Nike echter geen verbetering van deze marges en we blijven horen dat er meer promoties nodig zijn om een bullmarkt te bereiken. Dat zorgt ervoor dat zowel de marges als het herstel van de omzet vertraagt. Nike werkt met een gebroken boekjaar waardoor het boekjaar 2024 op 31 mei 2024 eindigt. In het derde kwartaal van 2024 heeft de groep \$12.429 miljoen omzet gedraaid, was de brutowinstmarge 44,8% en de nettowinst kwam uit op \$1.172 miljoen, wat 5% minder is dan in het derde kwartaal van 2023. Met een stabiliserende omzet en tegenvallende resultaten van de verkoop in EMEA en online vinden analisten de toekomst onzeker en zijn koersdoelen naar beneden bijgesteld.



Profiel

Het in Beaverton, Oregon, gevestigde Nike, Inc. is een wereldwijd bekend bedrijf op het gebied van sportartikelen en sportkleding, en staat genoteerd aan de New York Stock Exchange. Het bedrijf werd in 1964 door Bill Bowerman en Phil Knight opgericht onder de naam Blue Ribbon Sports en het veranderde in 1971 zijn naam in Nike, Inc. Sindsdien heeft Nike een indrukwekkende groei doorgemaakt en het beschikt nu over meer dan 30.000 distributiepunten en 8.000 eigen winkels. Nike verkoopt niet alleen een breed assortiment sportschoenen, kleding en accessoires voor verschillende sporten en activiteiten,

maar is ook sponsor van grote sportevenementen en individuele sporters. De oprichter Phil Knight en zijn familie hebben een belang van 22% in Nike.

Dividend aristocraat

Nike mag zichzelf bijna een dividendaristocraat noemen. Het bedrijf heeft zijn dividend al 22 opeenvolgende jaren verhoogd, wat betekent dat dit nog drie jaar moet worden volgehouden alvorens het deze titel mag voeren. Met een huidige pay-outratio van 34% ziet Aberfeld geen reden waarom dit traject onderbroken zou worden.

Sneakerindustrie heeft het lastig

Niet alleen bij Nike zien we tegenvallende resultaten, in de hele sneakerindustrie vertraagd de groei en we zien een verschuiving van de trend. Tijdens de coronapandemie waren sneakers een hype. Iedereen wilde de nieuwste exclusieve sneakers hebben en



die waren vaak binnen enkele minuten uitverkocht. De laatste jaren is de vraag verzwakt en is het einde van de trend in zicht. Daarnaast zijn de kosten voor het levensonderhoud de afgelopen jaren gestegen, waardoor consumenten niet meer bereid zijn om honderden euro's uit te geven voor de nieuwste sneakers. Niet alleen aan de vraagkant van deze markt zien we verschuivingen, ook aan de aanbodkant zijn er veranderingen. Waar Nike in 2019 nog 31 nieuwe Nike Dunk Low versies uitbracht, waren dit er in 2023 al 116 en in de eerste drie maanden van 2024 zelfs 44 nieuwe versies. Hierdoor is het minder speciaal om een exclusieve sneaker te hebben en hebben consumenten er dus minder geld voor over. Veel van deze sneakers belanden uiteindelijk dan ook in de uitverkoop. Fabrikanten van sneakers, waaronder Nike, hebben de afgelopen jaren veel geld verdiend aan exclusieve sneakers. Die markt lijkt nu echter sterk te zijn afgekoeld en verzadigd door het gestegen aanbod en de gedaalde vraag.

Toekomstplannen

In juni 2022 heeft Nike aangekondigd een inkoopprogramma voor de eigen aandelen te starten. Over een periode van vier jaar wordt er voor \$18 miljard aan eigen aandelen ingekocht. Er is momenteel al voor ongeveer \$8 miljard ingekocht, dus wordt er de komende twee jaar voor nog ongeveer \$10 miljard aan aandelen ingekocht.

Het management geeft toe dat ze momenteel niet het maximale potentieel benutten en wil hier de komende tijd verandering in brengen. Allereerst wordt de focus teruggebracht naar sport, wat van oudsher het sterke punt is. Zoals eerder al vermeld heeft Nike veel geld en tijd in nieuwe exclusieve versies van verschillende modellen gestopt. Dat levert niet op wat ze ervan verwachtten, dus gaat de focus nu terug naar sport. Daarbij wordt de focus ook meer verlegd naar productinnovatie, waar Nike de afgelopen tijd steken heeft laten vallen ten opzichte van de concurrentie. Ook gaat de groep de marketing verbeteren en wordt er vooral ingezet op de olympische spelen van Parijs deze zomer. Men hoopt hiermee momentum te creëren bij de consumenten. In 2017 kondigde Nike aan zich te richten op DTC (direct-to-consumer), met als doel om alleen nog maar producten te verkopen in eigen winkels of online via de eigen site. Omdat de consumenten toch minder loyaal bleken dan verwacht, heeft het management aangegeven zich meer te willen richten op de groothandelskanalen, zodat

de Nike-artikelen in meer winkels te verkrijgen zijn.

Conclusie

Aberfeld vermoedt dat Nike zich de afgelopen jaren te veel heeft gericht op sneakers en te weinig gebruik heeft gemaakt van zijn sterke kanten. Door veel nieuwe versies van populaire modellen op de markt te brengen, zijn veel sneakers in de uitverkoop beland. We zien dat Nike minder innovatief is op andere gebieden, zoals hardloopschoenen, en dat concurrenten daar wel in blijven ontwikkelen. Het management geeft toe de maximale potentie niet te benutten en noemt het boekjaar 2025 dan ook een transitiejaar. Hoewel analisten behoudend zijn over dit aandeel, kunnen er verschillende dingen gebeuren waardoor ze hun mening bijstellen. Zo zien analisten graag dat de promotionele activiteiten aanhouden of worden geïntensiveerd. Ook zien ze graag dat er meer nieuwe producten worden gelanceerd en een toename van het aantal Nike-producten dat bij de groothandels ligt. Het management heeft goede ideeën die in de toekomst tot groei moeten leiden. Aberfeld houdt in het achterhoofd dat het management in het recente verleden een paar mistappen heeft gedaan en de markt verkeerd heeft ingeschat. Met een koersdoel van \$116 geven we Nike een voorzichtig koopadvies. De defensieve belegger kan wachten op positieve resultaten voordat wordt besloten om in te stappen.

Auteur heeft op moment van schrijven een positie in Nike

Fundamentele kenmerken Nike

ISIN:	US6541061031
Symbol:	NKE
Koers:	\$94,00
Hoogste koers 52 weken:	\$128,68
Laagste koers 52 weken:	\$88,66
Aantal uitstaande aandelen:	1.513.200.000
Marktkapitalisatie:	\$136.793 miljard
Aangepaste wpa 2023:	\$3,23
Tax. Aangepaste wpa 2024:	\$3,87
Koers-winstverhouding 2024:	23,20x
Dividendrendement 2023:	1,2%
Tax. Dividendrendement 2024:	1,5%
2024 jaarcijfers:	27 juni 2024

Koers Azelis lijkt eindelijk uit te bodemen

We vallen meteen met de deur in huis: op de beurs heeft Azelis een onzekere periode achter de rug met zowel ups als downs. De koers is er vooralsnog niet in geslaagd om een vuist te maken en dat heeft alles te maken met de flauwe cijfers die het bedrijf over de meest recente kwartalen publiceerde. Bovendien moest het management toegeven dat de vooropgestelde doelen niet werden gerealiseerd. Het management heeft beterschap beloofd in de vorm van een opnieuw aantrekkelijke autonome groei en zal die verwachting nu moeten inlossen. Aberfeld verwacht in 2024 een terugkeer naar groei voor de groep gedreven door een macro-economisch herstel terwijl de groep zich middels overnames versterkt heeft. Zo liet sectorgenoot IMCD in de laatste maanden van 2023 alweer groei zien.

Management heeft voor september een beleggersdag georganiseerd maar Aberfeld verwacht dat tegen die tijd het spel gespeeld is de koers op andere niveaus zal noteren dan vandaag de dag. Verder noteert het aandeel met een discount van 25% ten opzichte van branchegenoot IMCD, zodat het neerwaarts risico beperkt lijkt.

Profiel

Als distributeur van speciale chemicaliën neemt Azelis wereldwijd de tweede plek in. Het bedrijf werd in 2021 naar de beurs gebracht en heeft EQT als referentieaandeelhouder. Sinds de beursgang is de trackrecord van Azelis gestaag verbeterd. Azelis profiteert daarbij van de trend naar toenemende outsourcing in de sector. De grotere spelers besteden steeds meer werk uit aan de kleinere branchegenoten. Deze trend creëert voor bedrijven als Azelis en branchegenoot IMCD een positieve cyclus van organische groei.

Azelis exploiteert ruim 60 fabrieken, is actief in 57 landen en realiseerde in 2023 een omzet van €4,20 miljard. Met in totaal meer dan 51.000 klanten in verschillende sectoren, distribueert Azelis producten voor meer dan 2.300 leveranciers en het bedrijf heeft meer dan 3.000 mensen in dienst. Azelis heeft inmiddels twintig jaar van succesvolle expansie achter de rug, waarbij regelmatig overnames werden gedaan. In 2023 werd het in Istanbul gevestigde Oktrade overgenomen, een distributeur van speciale ingrediënten voor persoonlijke verzorging. Azelis was al actief op de Turkse markt voor persoonlijke verzorging en breidt zijn aanbod door deze overname verder uit, waardoor het toonaangevend kan worden in deze snelgroeiende markt. Vorig jaar werd eveneens het Australische Agspec Australia Pty Ltd overgenomen, een toonaangevende distributeur van gewasvoeding, gewasbescherming en speciale landbouwproducten. Ten slotte willen we nog de overnames vermelden van BLH SAS, een bekende distributeur



van smaken en geuren gericht op de fijne parfummakmarkt in Frankrijk, en die van Vogler Ingredients, een gerenommeerde gespecialiseerde distributeur van voedselingrediënten in Brazilië. Azelis heeft dus zonder meer internationale uitstraling.

Cijfers

De jaarcijfers konden de beleggers niet echt bekoren, zoals trouwens ook bleek uit de evolutie van de beurskoers. De omzet bedroeg €4,2 miljard, wat neerkomt op een stijging op jaarbasis van 1,0% (of 5,3% bij constante wisselkoersen). Veerkrachtige prestaties in Life Sciences compenseerden de zwakte in Industrial Chemicals. De brutowinst van €984,1 miljoen stemde overeen met een groei op jaarbasis van 2,4% vergeleken met het voorgaande jaar. De brutowinstmarge steeg met 32 basispunten naar 23,7% en de aangepaste ebita van €466,3 miljoen vertegenwoordigde een stijging van 2,1% jaar-op-jaar. De vrije kasstroom steeg met 37,3% naar €601,2 miljoen en de vrije kasstroom per aandeel bedroeg €2,50 (2023: €1,90). De gerapporteerde nettowinst bedroeg €189,3 miljoen.

In de loop van 2023 werden zeven acquisities afgerond, die een gecombineerde omzet vertegenwoordigden van ruim €400 miljoen. In het vierde kwartaal werden er nog eens drie overnames aangekondigd, die vorig jaar tezamen een omzet behaalden van meer dan €30 miljoen. Drie acquisities werden in het eerste kwartaal van 2024 afgerond. Van de uitkeerbare nettowinst werd 30% in de vorm van een dividend uitgekeerd, wat neerkwam op een dividend van €0,22 per aandeel. Ondanks dat de politieke en economische onzekerheid wereldwijd aanhoudt, blijft het management vasthoudend als het gaat om het beheersen van de kosten en het stimuleren van de groei. Het management verwacht in 2024 terug te keren naar organische groei, hoewel de timing van het herstel onzeker blijft.

Volgens persbureau Bloomberg bekijkt aandeelhouder EQT de opties voor het belang in Azelis. Verschillende partijen zouden interesse hebben getoond in het belang in de Belgische chemische distributeur, zowel strategische partijen als private equity.

Ook zou het volgens Bloomberg een optie zijn voor EQT om samen met een andere partij Azelis weer van de beurs te halen. Volgens de website van Azelis heeft EQT via Akita een belang van bijna 48 procent in Azelis. Vooralsnog zijn er geen officiële meldingen

over uitgebracht en zijn het nog geruchten. Maar het speculeren is begonnen.

Pro's

- Het aandeel noteert met een (hoge) discount van 25% ten opzichte van branchegenoot IMCD.
- Het management heeft voor 2024 opnieuw groei in het vooruitzicht gesteld.
- Een positieve boodschap op de beleggersdag in september kan de koers een duwtje geven.

Contra's

- Overnames die niet verlopen zoals verwacht.
- Een zwakker dan verwachte macro-economische omgeving kan op de resultaten wegen.
- Het verlies van belangrijke klanten is een altijd aanwezig risico.

Conclusie

Azelis rapporteerde dus gemengde resultaten over het vierde kwartaal, met een zwakke ebita in de verslagperiode (6% onder de consensusverwachting) als gevolg van zwakke inkomsten en hoger dan verwachte bedrijfskosten. Deze werden gedeeltelijk gecompenseerd door beter dan verwachte brutowinstmarges. Er was sprake van een sterke generatie van de vrije kasstroom. De nettoschuldpositie kwam daardoor uit op €70 miljoen, wat 5% beter was dan verwacht. Het was opvallend dat de guidance voor de middellange termijn, namelijk het realiseren van een omzetgroei van 8–10% en een stijging van de ebita-marge met 10 tot 15 basispunten op jaarbasis, niet werd herhaald. Wel gaf het management aan te verwachten in 2024 opnieuw te zullen groeien, hoewel er niets werd medegedeeld over de timing van het herstel. Azelis heeft de beleggers een belofte gedaan en zal zich daaraan moeten houden. Als dat niet gebeurt zal de teleurstelling bij de beleggers groot zijn. Aberfeld vindt het aandeel onder de €20 prima geprijsd en gaf recent aan om aan boord te gaan.

In afwachting op de beleggersdag zal het bedrijf op 25 april de kwartaalcijfers publiceren, gevolgd door de resultaten over de eerste helft van het boekjaar 2023 ergens in augustus. We verwachten dan al meer duidelijkheid te krijgen over de richting die de resultaten zullen uitgaan. We kunnen dan ook vaststellen hoe het staat met de organische groei en of de kostenbesparingen doorwerken in de winst per aandeel. De nieuwe ceo is van mening dat de huidige strategie doeltreffend is, maar merkte op dat het

toch tijd is om deze opnieuw te evalueren. Dat heeft alles te maken met de gegroeide omvang van het bedrijf ten opzichte van de beursgang. Deze evaluatie zullen wij dus op het Investment Event in september gaan horen. De ambitie van het management is om een groeibedrijf te blijven en meer waarde voor de aandeelhouders te creëren. De optimalisatie van de portefeuille zal worden voortgezet, met mogelijk nieuwe overnames in het verschiet. Het management stelt echter duidelijk niet bereid te zijn om tegen elke prijs acquisities te doen. Het dividendbeleid blijft gericht op een uitbetaling van 25-35% van de winst, wat voldoende ruimte geeft voor het doen van fusies en overnames.

Aberfeld gelooft in het verhaal van Azelis, waarbij enig voorbehoud wordt gemaakt voor de economische omstandigheden, een factor die het bedrijf niet zelf onder controle heeft. Voor nu is het algemene plaatje positief genoeg om een koopadvies voor het aandeel te geven. Zoals reeds vermeld bedraagt de discount ten opzichte van branchegenoot IMCD momenteel ongeveer 25%. Deze forse korting vormt volgens ons een ondersteuning voor het koopadvies. We blijven het aandeel volgen en zullen niet schro-

men het advies aan te passen wanneer de economische omstandigheden ingrijpend wijzigen of wanneer de kwartaal- en halfjaarcijfers onvoldoende zijn. Wij zijn van mening dat de koers in de aanloop naar meevallende resultaten en een positieve boodschap op het Investment Event zeker met 25% kan stijgen.

Fundamentele kenmerken Azelis

Winst per aandeel 2023:	€ 0,74
Tax. winst per aandeel 2024:	€ 0,81
Tax. winst per aandeel 2025:	€ 0,89
Koers-winstverhouding 2023:	25
Koers Azelis:	€ 19
ISIN code:	BE0974400328
Tickersymbool:	AZE. BR
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€ 24,58
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€ 15,56
Dividend:	€ 0,22
Dividendrendement:	1,18%
Aantal uitstaande aandelen:	245 miljoen stuks
Marktkapitalisatie:	€ 4,65 miljard
Sector:	chemie
Return on assets:	4,88%
Return on equity:	7,30%



Specialist aan het woord

We gaan de zomerperiode tegemoet en de maand mei begint bijna. Handelaren roepen alweer “sell in May and buy back in September”. Dit is een oude beurswijsheid die zeker niet gestaafd kan worden aan historische cijfers. Of we dit jaar een zomerdip gaan zien en of het werkelijk een goed moment is om aandelen te verkopen in mei? We gaan het zien.

Momenteel zitten we midden in het eerste cijferseizoen van 2024. De bedrijfscijfers die gepubliceerd worden, zijn wisselend. Het beeld is vooralsnog niet zodanig dat we kunnen spreken over een uitmuntend kwartaal voor alle bedrijven. Op basis van die cijfers, in combinatie met de relatief hoge waarderingen, zou je kunnen zeggen dat mei wel eens een maand kan worden waarin het inderdaad goed is voor handelaren om hun aandelen te verkopen.



Het zijn niet alleen de bedrijfscijfers die een hint geven om in mei te verkopen, het is ook de onzekerheid omtrent het rentebeleid. Het is duidelijk dat de inflatie, met name in de VS, niet zomaar bedwongen kan worden. De gewenste inflatie van 2% is nog ver weg. Uit een onderzoek onder 100 economen blijkt dat zij verwachten dat de 2% inflatie pas in 2026 gehaald gaat worden. Deze economen zijn daarmee ook steeds minder eenduidig in hun verwachting dat de rente gaat dalen later dit jaar. De gemiddelde ver-

wachting is nu een daling van twee keer 0,25% in de VS, waarbij de eerste rentedaling pas in september komt. Een paar van de ondervraagde economen verwacht zelfs helemaal geen renteverlaging.

De onzekerheid over de rente is dus zeker ook een factor waardoor handelaren hun aandelenvoorraden afbouwen in mei.

Voor een vermogensbeheerder is het verkopen van aandelen om te kunnen profiteren van een korte dip geen optie. Wij beheren het vermogen van onze klanten op de lange termijn en dat betekent dat wij niet proberen te anticiperen op korte termijn bewegingen. Het risico dat je kwaliteitsaandelen verkoopt, als er geen dip komt, is een marktrisico dat een vermogensbeheerder niet wil nemen. In tegenstelling tot de “beurswijsheid” om in mei je aandelen te verkopen, is het vasthouden van aandelen in goed presterende bedrijven een bewezen goede strategie.

Met deze strategie in ons achterhoofd, alsmede de stabiele economie en de nog altijd enorme liquiditeit in de markt, zien wij de komende kwartalen met vertrouwen tegemoet.

**Hartelijke groet,
André van Eerden**



Verborgene waarde in Hornbach?

De internationale bouwmarktketen Hornbach, die ook in Nederland sterk is vertegenwoordigd, blijkt een schuld te hebben van bijna € 1,7 miljard en daarmee lijkt de financiële positie van het bedrijf op het eerste gezicht wat matig. Niets is echter minder waar; het bedrijf heeft namelijk een waardevolle vastgoedportefeuille en de schuld is dan ook feitelijk een hypotheek. Het vastgoed staat tegen kostprijs minus boekhoudkundige afschrijvingen op de balans. De accountant heeft vastgesteld dat de marktwaarde van de vastgoedportefeuille bijna een miljard euro hoger ligt dan de gerapporteerde waarde. Dat betekent dat de nettovermogenswaarde (NAV) per aandeel geen € 116,00 maar € 171,25 bedraagt. Alleen op basis daarvan zou een koopadvies al gerechtvaardigd kunnen zijn, maar het blijkt dat het bedrijf ook nog eens operationeel goede resultaten boekt, en internationaal marktaandeel wint. Kortom: hier zou wel eens sprake kunnen zijn van een ruwe diamant.



Koersverloop Hornbach over de afgelopen vijf jaar (dividend in oranje).

Profiel

Het Duitse Hornbach bestaat uit een drietal divisies, te weten:

1. Baumarkt AG;
2. Baustoff Union;
3. Immobilien AG.

Baumarkt AG is de bouwmarktdivisie, met 169 doe-het-zelf zaken en tuincentra in negen Europese landen en een tweetal speciaalzaken. Het gaat hierbij om zo'n 2 miljoen vierkante meter, wat betekent

dat de gemiddelde zaak bijna 12.000 vierkante meter groot is. De diverse zaken bevinden zich in de volgende landen: Duitsland, Nederland, Oostenrijk, Tsjechië, Roemenië, Zwitserland, Zweden, Slowakije en Luxemburg. In Nederland heeft Hornbach op dit moment 18 filialen en één vloerenspecialzaak. Het marktaandeel in Nederland stijgt en staat momenteel op ruim 27%. Het model lijkt op dat van Ikea: relatief weinig filialen, maar met enorme oppervlaktes zodat er optimaal gebruik wordt gemaakt van de voordelen van schaalgrootte. De divisie Baustoff Union bestaat uit 39 groothandels voor bouwbedrijven en het gaat hier dus om business-to-business activiteiten. Deze divisie is het meest cyclisch, maar draagt slechts in beperkte mate bij aan de omzet, waarover zo meer. De divisie Immobilien AG betreft de vastgoedportefeuille. Zoals al even in de inleiding genoemd, heeft Hornbach een waardevolle vastgoedportefeuille: ruim 60% van de filialen is in vol eigendom en de rest wordt geleased.



Resultaten over de afgelopen drie jaar

Let op: de boekjaren zijn gebroken en lopen van 1 maart tot en met 28 februari.

In tabel 1 is te zien dat het bedrijf de afgelopen jaren flink is gegroeid, wat vooral te danken is aan de uitbraak van het coronavirus. De impact van de gestegen inflatie is in boekjaar 2023 duidelijk terug te zien; de brutowinstmarge en de genormaliseerde ebitmarge daalden flink. Onderliggend lijkt er voorsnog niet zoveel aan de hand te zijn en de operationele kasstroom (vóór mutaties werkkapitaal) was met ruim € 400 miljoen nog erg sterk.

(in miljoen euro)	FY2021	FY2022	FY2023
Periode tot en met	28-02-2021	28-02-2022	28-02-2023
Omzet Duitsland (%)	55%	54%	52%
Omzet rest Europa (%)	45%	46%	48%
Omzet Baumarkt AG	5117	5496	5843
Omzet Baustoff Union	338	377	421
Omzet Immobiliën AG	80	80	83
Consolidatiecorrectie	-79	-78	-84
Totale omzet	5456	5875	6263
Gerapporteerde omzetgroei	+15%	+8%	+7%
Organische omzetgroei	+15%	+5%	+4%
Brutowinstmarge	35,2%	35,0%	33,4%
Ebitda	516	565	505
Genormaliseerde ebit	326	363	290
Genormaliseerde ebit-marge	6,0%	6,2%	4,6%
Gerapporteerde ebit	312	355	258
Rentesaldo	-46	-41	-40
Belastingen	-65	-70	-50
Nettowinst	201	244	168
Nettowinst aandeelhouders	165	200	157
Nettowinst per aandeel	€10,33	€12,48	€9,83
Operationele kasstroom*	+400,2	+446,4	+403,7

Tabel 1: resultaten over de afgelopen drie jaar. *voor mutaties werkkapitaal

In tabel 2 is te zien dat de divisies Baumarkt AG en Immobiliën AG verreweg de grootste bijdrage leveren aan de winst. De divisie Baustoff Union levert absoluut gezien niet alleen de laagste bijdrage aan de winst, maar heeft ook de laagste winstmarge. Aangezien deze divisie ook nog eens het meest cyclisch is, kan het management overwegen dit onderdeel te verkopen en zo het risicoprofiel te verlagen en de winstmarge te verhogen.

De financiële positie

In tabel 3 is te zien dat het eigen vermogen en de immateriële activa respectievelijk € 1884 miljoen en € 28 miljoen bedragen. Dat betekent dat de materiële boekwaarde uitkomt op € 1856 miljoen, oftewel € 116,00 per aandeel. Aangezien vrijwel het hele eigen vermogen uit vastgoed bestaat, kan er in plaats van materiële boekwaarde beter worden gesproken van

(in miljoen euro)	FY2021	FY2022	FY2023
Periode tot en met	28-02-2021	28-02-2022	28-02-2023
Ebit Baumarkt AG	279	315	241
Ebit Baustoff Union	9	13	14
Ebit Immobiliën AG	56	54	56
Ebit hoofdkantoor	-5	-6	-6
Consolidatiecorrectie	-12	-13	-14
Ebit totaal	326	363	290

Tabel 2: genormaliseerde ebit per divisie over de afgelopen drie jaar.

(in miljoen euro)	ACTIVA	PASSIVA	
Kas	331	327	Korte (lease)schuld
Debiteuren	61	276	Crediteuren
Voorraden	1130		
Overig	201	362	Overig
Viottende activa	1723	965	Viottende passiva
PPE	1840	1365	Lange (lease)schuld
Immateriële activa	28		
Right-of-use assets	742		
Overig	74	89	Overig
Vaste activa	2684	1454	Vaste passiva
		104	Belangen derden
		1884	Eigen vermogen
Totaal activa	4407	4407	Totaal passiva

Tabel 3: balans per 30 november 2023.

nettovermogenswaarde (NAV). De totale schuld bedraagt € 1692 miljoen en staat tegenover een kaspositie van € 331 miljoen. Daarmee komt de nettoschuld uit op € 1361 miljoen.

Bankconvenanten.

De ebitda over FY2023 kwam uit op € 505 miljoen, wat een leverage (nettoschuld/ebitda) oplevert van 2,7x. Dat mag wellicht wat aan de hoge kant lijken, maar aangezien deze schuld grotendeels bestaat uit hypotheeklen, stellen de banken geen eisen aan de leverage. De banken vereisen wel een minimum solvabiliteit van 25% en een rentedekking van minimaal 2,25x. Aan het eind van boekjaar 2023 bedroegen de solvabiliteit en de rentedekking respectievelijk 40% en 10,1x, waarmee Hornbach zich zeer ruim binnen de convenanten bevindt.

Verborgene waarde in de vastgoedportefeuille.

De vastgoedportefeuille staat op de balans gewaardeerd op de kostprijs minus afschrijvingen. Het mag geen verbazing wekken dat dit geen reële afspiegeling is van de marktwaarde. Volgens de berekeningen van de accountant bedroeg deze verborgene waarde aan het eind van het vorige boekjaar zo'n € 884 miljoen. Dat betekent dat het gerapporteerde eigen vermogen te laag is. Inclusief de verborgene waarde komt het eigen vermogen uit op € 2768 miljoen en de nettovermogenswaarde op € 2740 miljoen, oftewel € 171,25 per aandeel.



Trading update

FY2024 Zeer recent kwam Hornbach met een korte tradingupdate voor boekjaar 2024, dat 29 februari jongstleden eindigde. De omzet nam met 2% af tot € 6161 miljoen en de genormaliseerde ebitmarge daalde met 12% tot € 254 miljoen. Het marktaandeel in Duitsland bleef stabiel en internationaal nam het marktaandeel zelfs wat toe. Met andere woorden: er is sprake van lichte marktbrede vraaguitval, waarbij Hornbach het iets beter doet dan de concurrentie. Het management ziet dat klanten niet zozeer minder vaak langskomen, maar vooral dat de grotere uitgaven worden uitgesteld. Het management spreekt van lastige marktomstandigheden, maar is licht positief voor het lopende jaar vanwege de dalende inflatie en het feit dat de aanhoudend hoge energieprijzen klanten aanzetten tot het beter isoleren van hun huis. Bij de publicatie van de jaarcijfers op 22 mei aanstaande zullen er meer details bekend worden gemaakt.

	Q1	Q2	Q3	Q4	FY2024
FY2024	-3,2%	+1,0%	-4,3%	-1,3%	-2,0%

Tabel 4: organische groei per kwartaal over FY2024.

Conclusie: koopwaardig op € 75

Op basis van de taxaties voor FY2026 zal de nettowinst uitkomen op zo'n € 9,50 per aandeel. Uitgaande van de actuele koers van € 74,50 rolt er dan een koers-winstverhouding uit van ongeveer 7,8x. Als daarbij in aanmerking wordt genomen dat het aandeel op slechts 44% van de nettovermogenswaarde noteert, kan er gerust worden gesproken van een beursparel. We geven dan ook een koopadvies op

een koers van rond de € 75. Als koersdoel kan € 170 worden aangehouden, wat overeenkomt met de nettovermogenswaarde per aandeel.

Belangrijke datum

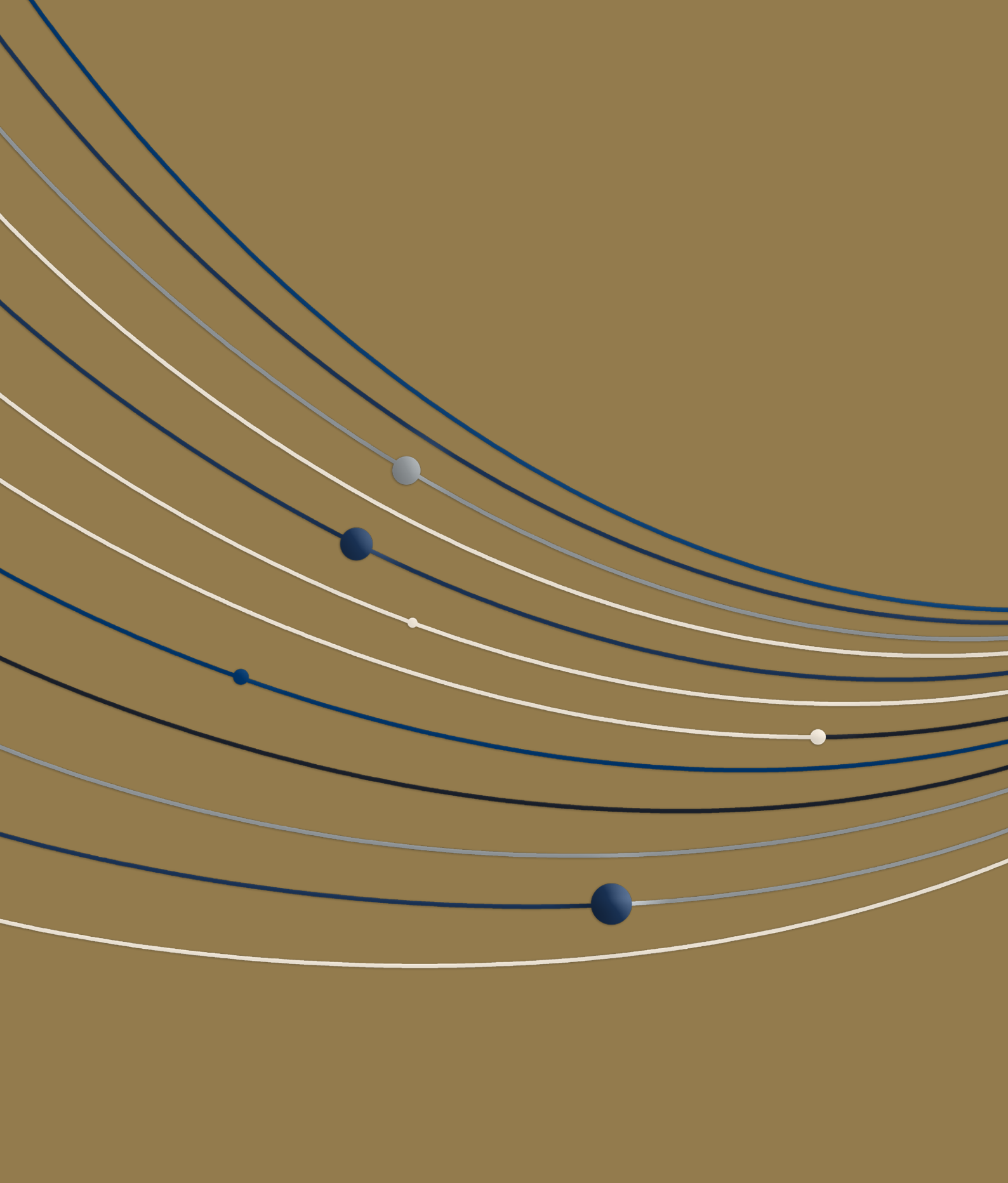
22 mei 2024: publicatie jaarcijfers FY2024

Belangrijke aandeelhouders

Hornbach Familien-Treuhandgesellschaft: 37,5% Fin-da Oy: 12,6% M&G Investment Management: 6,8%

Fundamentele kenmerken Hornbach

Naam:	Hornbach Holding AG
Ticker:	HBH
Sector:	Bouwmarkten
Beurs:	IBIS (Duitsland)
ISIN:	DE0006083405
Koers 28 maart:	€ 74,50
52-weeks laag:	€ 55,05
52-weeks hoog:	€ 77,75
Totaal aantal uitstaande aandelen:	16,0 miljoen stuks
Marktkapitalisatie:	€ 1192 miljoen
Kaspositie:	€ 331 miljoen
Schuld:	€ 1692 miljoen
Nettoschuld:	€ 1361 miljoen
Nettowinst FY2023:	€ 157 miljoen
Koers-winstverhouding FY2023:	7,6x
NAV per aandeel:	€ 116,00
NAV per aandeel (incl. verborgen waarde):	€ 171,25
Koers/NAV:	0,44x
Dividend per aandeel:	€ 2,40
Dividendrendement:	3,2%
Website:	www.hornbach-holding.de



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

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