



**Aberfeld**  
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

---

# INHOUD



## U en uw vermogen staan centraal bij Aberfeld International ..... 1

Een paar weken geleden bereikte de inflatievrees een hoogtepunt. Er was een toename van de consumenten- prijsindex op jaarbasis van maar liefst 4,2 procent. De prijzen waren nog harder gestegen dan al werd gevreesd...



## Ondergewaardeerd ABN AMRO gaat geduldige beleggers belonen ..... 2

ABN AMRO presenteerde enkele dagen geleden haar eerste kwartaalcijfers en die voldeden niet aan de marktverwachtingen, waarbij met name de rentebaten lager uitvielen dan gedacht. Daarnaast kreeg de bank ook nog een flinke witwasboete voor zijn kiezen...



## Europese renovatiegolf opent nieuwe deuren voor Deceuninck ..... 5

Ten gevolge van onder andere de lockdowns is er een heuse woningrenovatiegolf op gang gekomen, waar Deceuninck het afgelopen jaar volop van profiteerde. Het productenpalet van Deceuninck draagt bij aan de verduurzaming van woningen...



## Merck: Aandelen kopen wanneer iedereen afwachtend is ..... 8

Op de beurs van Wall Street zetten de belangrijkste indices in de afgelopen weken nieuwe piekkoersen neer. Maar niet alle aandelen doen mee aan de haussemarkt. In de farmaceutische sector is Merck een opvallende achterblijver...



## Sell in May? ..... 11

De maand mei ligt al weer zo goed als achter ons. Volgens een oude en bekende beleggingswijjsheid is mei de maand waarin u de aandelenbelangen moet verminderen. "Sell in May and go away" is waar veel aandelenhandelaren in geloven...



## IAG kan opnieuw een hoogvlieger worden ..... 12

We hoeven er geen doekjes om heen te winden dat de luchtvaartsector door een diep dal gaat. De wereldwijde pandemie heeft het transport door de lucht zo goed als geheel lam gelegd. De resultaten van de meeste luchtvaartmaatschappijen kleurden dan ook bloedrood...

# U en uw vermogen staan centraal bij Aberfeld International.

Een paar weken geleden bereikte de inflatievrees een hoogtepunt. Er was een toename van de consumenten-prijsindex op jaarbasis van maar liefst 4,2 procent. De prijzen waren nog harder gestegen dan al werd gevreesd. En met een oplopende inflatie kan normaliter ook de rente niet langer op een historisch laag niveau blijven. Als gevolg hiervan klom de rente op 10-jaars staatsleningen in de Verenigde Staten op van 0,5 naar 1,77 procent. Overigens is deze inmiddels weer iets dalende en staat de rente op moment van schrijven op 1,57%.

Nu er uitzicht is op een economisch herstel worden cyclische en waarde-aandelen geliefder bij beleggers. Op korte termijn zullen die dan naar verwachting een hogere groei kunnen laten zien dan de technologiefondsen. Wij hebben daar al op voorgesorteerd in onze aandelenportefeuilles.

Sinds de bekendmaking van het beruchte inflatiecijfer lijken de prijzen van belangrijke grondstoffen als hout, ijzererts en koper hun hoogtepunt bereikt te hebben. De grote vraag is of deze piek het begin is van een structureel hogere inflatie. De torenhoge spotprijzen worden door marktkenners als tijdelijk gezien. Een uitspraak die de centrale banken ook steeds onderschrijven.

Met de kracht van het afgelopen positieve cijferseizoen, dat een economisch herstel liet zien, zien we dat beleggers weer terugkeren naar de zogeheten groeiaandelen. Want immers naast de rente zijn de bedrijfsresultaten nog steeds sterk bepalend voor de koers van een aandeel.



Is de vrees voor inflatie dan onterecht of is het slechts een hobbel? De prijzen zijn in korte tijd fors opgelopen en het lijkt erop dat deze prijsstijgingen grotendeels te wijten zijn aan het onverwacht snelle herstel na de crisis wat de prijzen kort maar hevig opgedreven heeft. Dit blijft een spel tussen vraag en aanbod en is een oneindig proces, waar de belegger af en toe stalen zenuwen voor moet hebben.

Hiermee wordt maar weer eens te meer duidelijk hoe belangrijk de juiste samenstelling van uw beleggingsportefeuille is. Een goede spreiding over de juiste sectoren met een goede balans tussen groei-, waarde- en dividendaandelen kunnen de beweeglijkheid van de markt ondervangen, en een goed en oplopend rendement voor u genereren. Aberfeld houdt zich dagelijks bezig met de situatie op de markt en vertaalt dit naar degelijk vermogensbeheer waar u zich comfortabel bij voelt. Wilt u ook een persoonlijk op maat gesneden profiel dan nemen we u deze zorg graag uit handen.

Met alle plezier nodig ik u graag uit om u meer inzicht te geven hoe wij bij Aberfeld International dat doen. Neem gerust contact met mij op voor een afspraak, die koffie staat klaar.

**Janette Buitenkamp**

## Aberfeld in Business Class

Aanstaande zondag rond de klok van half elf zal Janette Buitenkamp in het programma Business Class op RTL7 te zien zijn. Ze zal de visie van Aberfeld International geven en de kansen die wij zien op de aandelenmarkt bespreken.

# Ondergewaardeerd ABN AMRO gaat geduldige beleggers belonen

ABN AMRO presenteerde op 12 mei haar eerste kwartaalcijfers en die voldeden niet aan de marktverwachtingen, waarbij met name de rentebaten lager uitvielen dan gedacht. Daarnaast kreeg de bank ook nog een flinke witwasboete voor zijn kiezen. ABN AMRO lijkt een kantelpunt te hebben bereikt. Zo verwacht de bank minder geld opzij te hoeven zetten voor slechte leningen en kan het profiteren van een gunstiger renteklimaat, wat zich zomaar kan vertalen in klinkende munten voor beleggers.

Als aandeel had ABN AMRO beleggers het afgelopen jaar weinig te bieden. Als gevolg van de coronacrisis stelde de Europese Centrale Bank (ECB) een tijdelijk verbod in op bancaire winstdelingen, stonden de rentemarges onder druk en moest de bank €1,1 miljard aan voorzieningen treffen voor oninbare leningen. Als kers op de taart werd ABN AMRO ook nog op het matje geroepen bij het Openbaar Ministerie voor witwassen.

## Eerstekwartaalresultaten nog ondermaats

De recent gepubliceerde resultaten over het eerste kwartaal van 2021 lieten nog duidelijk de negatieve impact zien van alle tegenwind in 2020. Over het afgelopen kwartaal boekte ABN AMRO een nettoverlies van €54 miljoen, terwijl analisten hadden gerekend op een verlies van €49 miljoen. Desalniettemin is dit resultaat een aanzienlijke verbetering ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar, toen de bank een verlies van €395 miljoen noteerde. De totale operationele baten over het eerste kwartaal van dit jaar kwamen uit op €1,85 miljard, wat op jaarbasis een daling is van 4% maar op kwartaalbasis een stijging van 3%. De rente-inkomsten daalden op jaarbasis met 11% naar €1,36 miljard, maar ten opzichte

van het vierde kwartaal van 2020 was er sprake van een kleine verbetering van 1%. Analisten rekenden er echter gemiddeld op dat de daling op jaarbasis beperkt zou blijven tot 8%. De rentemarge, het verschil tussen het inleen- en uitleentarief, daalde op jaarbasis van 1,55% naar 1,34%. Positief is dat ABN AMRO na een aantal kwartalen van krimp het afgelopen kwartaal voor €200 miljoen aan hypotheekleningen in de boeken zette en daarin nu een marktaandeel heeft van 17%. De kernkapitaalratio kwam op basis van de toekomstige Basel 4-regels uit op ruim 15%.

## Witwassen en afbouwen

In het nettoverlies over het eerste kwartaal van dit jaar zit ook een schikking verwerkt van €480 miljoen voor het onvoldoende naleven van de anti-witwasregels. Het Openbaar Ministerie beschuldigt ABN AMRO ervan dat het jarenlang te weinig heeft gedaan om witwassen tegen te gaan en daarom trof de bank eerder dit jaar met de Nederlandse staat een schikking van €480 miljoen. Dit bedrag bestaat zowel uit een boete van €300 miljoen als een terugbetaling van €180 miljoen uit oneerlijk verkregen voordeel. Daarmee lijkt voor het Openbaar Ministerie de kou voorlopig uit de lucht, maar verdere juridische

(in millions)	Q1 2021	Q1 2020	Change	Q4 2020	Change
Net interest income	1,363	1,527	-11%	1,353	1%
Net fee and commission income	406	438	-7%	387	5%
Other operating income	79	-41		60	30%
<b>Operating income</b>	<b>1,847</b>	<b>1,924</b>	<b>-4%</b>	<b>1,800</b>	<b>3%</b>
Personnel expenses	579	531	9%	563	3%
Other expenses	1,264	770	64%	838	51%
<b>Operating expenses</b>	<b>1,843</b>	<b>1,300</b>	<b>42%</b>	<b>1,401</b>	<b>32%</b>
<b>Operating result</b>	<b>4</b>	<b>624</b>	<b>-99%</b>	<b>400</b>	<b>-99%</b>
Impairment charges on financial instruments	-77	1,111		220	
<b>Profit/(loss) before taxation</b>	<b>81</b>	<b>-487</b>		<b>180</b>	<b>-55%</b>
Income tax expense	135	-92		126	7%
<b>Profit/(loss) for the period</b>	<b>-54</b>	<b>-395</b>	<b>86%</b>	<b>54</b>	

Resultaat eerste kwartaal 2021. Bron: ABN AMRO Bank Quarterly Report 2021





vervolgingen voor het management dat de afgelopen jaren aan het roer stond bij de bank zijn niet geheel uit te sluiten. Het nettoverlies viel verder deels toe te schrijven aan het afbouwen van de zakenbankactiviteiten. De grootzakelijke tak van ABN AMRO maakt nauwelijks winst, maar er moet vanwege het risicovolle karakter wel verhoudingsgewijs veel kapitaal worden aangehouden. Daarom kondigde ABN AMRO halverwege april aan voor €900 miljoen aan leningen van Trade & Commodity Finance, dat onderdeel is van de zaktak, te verkopen. De bank wil in drie tot vier jaar de volledige portefeuille van Trade & Commodity Finance van de hand hebben gedaan.

### **ABN AMRO verwacht betere tijden**

Voor de rest van dit jaar verwacht de bank een verder herstel van de economie, zodat er volgens het management minder gereserveerd hoeft te worden voor de zogenaamde stroppenpot. Vorig jaar moest ABN AMRO voor slechte leningen nog €1,1 miljard reserveren. De bank denkt dat de Nederlandse bedrijvigheid dit jaar weer zal toenemen, wat een positief effect zal hebben op de leenvolumes. Het afgelopen jaar slaagde ABN AMRO er niet in het leningenboek op peil te houden, zodat de bank niet voldeed aan de eisen van de ECB en zodoende een premie misliep van €160 miljoen.

Tevens verwacht de bank dat de rentes weer zullen stijgen, wat een verbetering van de rentemarges tot gevolg zal hebben. Beleggers maakten zich boven-

dien lange tijd zorgen over de impact van de nieuwe Basel 4-regels, de verplichte buffer die Europese banken moeten aanhouden om oninbare leningen op te kunnen vangen. De nieuwe Basel 4-regels vallen echter minder zwaar uit dan verwacht, zodat ABN AMRO circa €77 miljoen minder hoeft te reserveren om zijn buffers op peil te houden. Verder verwacht de bank dat de risicokosten onder het gemiddelde van 25 tot 30 basispunten van het leningenboek zullen uitkomen. Ook voorzieningen voor het afbouwen van de zakenbank zullen dit jaar weer minder zijn dan vorig jaar het geval was.

Deze gunstige ontwikkelingen wijzen op een mogelijke terugkeer van dividenden en inkoop van eigen aandelen. Volgens de berekeningen van analisten zou ABN AMRO dit jaar een kapitaaloverschot van €1,1 miljard hebben, wanneer de nieuwe Basel 4 CET Ratio doelstelling van 15% wordt bereikt. Deze ratio moet de bank behalen voordat het eigen aandelen mag inkopen. Bovendien ligt er nog een dividend op de plank over de tweede helft van 2019, dat wordt uitbetaald zodra de Europese Centrale Bank dit weer toelaat. Vorig jaar stelde de centrale bank immers een verbod in op bancaire winstdelingen. Deze ban zal naar verwachting richting het einde van het jaar volledig worden opgeheven. Het grootste risico is dat de inflatie de komende periode dusdanig hard stijgt dat centrale banken zich genooddaakt zien om maatregelen te treffen, wat het verdere economisch herstel kan belemmeren.

## Conclusie

De aandelenkoers van ABN AMRO dipte direct na de cijfers met pakweg 10% tot ruim onder de €10 maar schommelt inmiddels weer rond de €10,50. Beleggers lijken zich nog steeds zorgen te maken over de rente-inkomsten, die goed zijn voor bijna 75% van de totale inkomsten van ABN AMRO. Aberfeld denkt dat deze zorgen de koers te veel hebben gedrukt en het aandeel daardoor achterblijft bij de waardering van sectorgenoten.

ABN AMRO bouwt zijn risico's gestaag af en kan flink profiteren van een gunstiger renteklimaat. Beleggers lijken vooral te onderschatten hoeveel geld de bank kan teruggeven aan aandeelhouders. In de komende vijf jaar kan tot 70% van de marktkapitalisatie richting aandeelhouders terugvloeien. Wanneer er weer dividend wordt uitgekeerd kan dit resulteren in een dividendrendement van ongeveer 6,5%. Aberfeld denkt dat beleggers die nu durven in te stappen daar op termijn klinkende munt uit zullen slaan. Wij geven daarom een koopadvies voor ABN AMRO en hantieren een koersdoel van €13,75 voor de middellange termijn. Ook voor traders en beleggers met minder geduld is ABN AMRO een mooi aandeel, immers is er de geruststellende gedachte dat een mislukt speculatie nog altijd een goede lange termijn belegging kan zijn.

*Auteur heeft op moment van schrijven geen positie in ABN AMRO.*

## Kansen

- Stijgende rentes hebben een positief effect op de rentebaten van ABN AMRO;
- Grotere leenvolumes dankzij aantrekkende economie;
- ABN AMRO houdt meer kapitaal over dankzij lagere voorzieningen voor de stroppenpot;
- Afbouw risicovolle activa;
- Uitkering van dividend en inkoopprogramma eigen aandelen worden mogelijk hervat.

## Risico's

- Ontwikkeling renteklimaat blijft voorlopig nog onzeker;
- Economisch herstel blijft mede door angst voor stijgende inflatie onzeker;
- Nieuwe witzaken kunnen nooit worden uitgesloten.

## Fundamentele kenmerken ABN AMRO

ISIN-code:	NL0011540547
Ticker:	ABN
Sector:	Banken
Beurs:	Amsterdam
Marktkapitalisatie:	€10,1 miljard
Aantal uitstaande aandelen:	940 miljoen
Koers 14 mei:	€10,71
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€11,22
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€5,68
Dividendrendement:	-
Koers-winstverhouding:	52,3



Koersverloop ABN AMRO over de afgelopen drie jaar.

# Europese renovatiegolf opent nieuwe deuren voor Deceuninck

Ten gevolge van onder andere de lockdowns is er een heuse woningrenovatiegolf op gang gekomen, waar Deceuninck het afgelopen jaar volop van profiteerde. Het productenpalet van Deceuninck draagt bij aan de verduurzaming van woningen, waarvoor momenteel diverse subsidieregelingen beschikbaar zijn. De Belgische ontwerper en fabrikant van kunststof raam- en deurprofielen werkt voornamelijk met materialen als pvc en aluminium. Omdat de duurzaamheidstrend ook in de komende jaren een belangrijke groeikatalysator zal zijn, investeert het Belgische familiebedrijf flink in nieuwe producten en in een gloednieuwe recyclingfabriek.

## Bedrijfsprofiel

Deceuninck is wereldwijd de op een na grootste fabrikant van pvc en aluminium raam- en deurprofielen. Het familiebedrijf heeft zijn hoofdkantoor nog altijd in het Belgische Hooglede, terwijl de producten worden geleverd door heel Europa (50% van de omzet), de Verenigde Staten en Turkije (beide 25% van de omzet). Uit pvc of aluminium vervaardigde kunststofprofielen voor ramen en deuren vormen de belangrijkste productgroep, die 89% van de omzet bepaalt. Daarnaast levert Deceuninck ook rolluiken, terrasbedekking, ventilatieroosters, onderdelen voor gevelbekleding en interieuronderdelen zoals plinten.

Sinds 2014 wordt het Belgische bedrijf geleid door Francis Van Eeckhout.

Met zijn eigen unieke afzetkanaal heeft Deceuninck op slimme wijze een sterke concurrentiepositie opgebouwd. De directe afnemers bestaan uit bedrijven die de kunststof raam- en deurprofielen verwerken in kozijnen en andere eindproducten. Zij moeten om de producten van Deceuninck toe te kunnen passen flink investeren in training en speciale machines. In feite gaat het om een franchiseconstructie, zodat Deceuninck eenvoudig zijn prijzen kan bepalen en concurrenten buiten de deur kan houden.

KERNCIJFERS* (in € miljoen)	2018	2019	2020	EVOLUTIE 2019-2020
<b>GECONSOLIDEERDE RESULTATENREKENING</b>				
Omzet	674,2	633,8	642,2	1%
Adjusted EBITDA	72,4	60,6	86,0	42%
EBIT	43,9	11,2	45,9	310%
Nettowinst/-verlies	15,6	(14,7)	25,6	(273%)
<b>GECONSOLIDEERDE BALANS</b>				
Eigen vermogen	255,6	233,1	246,3	6%
Netto financiële schuld	93,7	140,2	55,5	(60%)
Totaal activa	584,9	589,7	599,4	2%
Investeringen	62,1	35,5	23,5	(34%)
Werkkapitaal	92,3	94,5	74,2	(21%)
Kapitaalgebruik	396,3	416,3	347,4	(17%)
<b>RATIO'S</b>				
Nettowinst of (-verlies) / omzet	2,3%	(2,3%)	4,0%	
Adjusted EBITDA / omzet	10,7%	9,6%	13,4%	
Netto financiële schuld / Adjusted EBITDA	1,29	2,31	0,64	
EBIT / kapitaalgebruik	11,1%	2,7%	13,2%	

Deceuninck Jaarcijfers 2020. Bron: Deceuninck Jaarverslag 2020

Liefhebbers van de wielersport zullen Deceuninck vooral kennen als een belangrijke sponsor van de Belgische wielploeg Deceuninck – Quick-Step. Onlangs werd echter bekendgemaakt dat Deceuninck zich na dit jaar zal terugtrekken als hoofdsponsor. Het bedrijf wil zijn focus en kapitaal volledig toewijden op de ontwikkeling van zijn eigen producten.

## Jaarcijfers 2020 bieden een rooskleurig vooruitzicht

Deceuninck noteerde over heel 2020 een omzet van €642,2 miljoen, wat 1% meer was dan in 2019. De aangepaste ebitda steeg op jaarbasis met 42% naar €86 miljoen. Met een ebit-marge van 45,9% behaalde Deceuninck een nettowinst van €25,6 miljoen. Over heel 2019 schreef het bedrijf nog een verlies van €14,7 miljoen in de boeken. Over heel 2020 is het eigen vermogen met 6% opgelopen naar €246,3 miljoen. De netto schuldpositie werd aanzienlijk afgebouwd, van €140,2 miljoen in 2019 naar €55,5 miljoen in 2020. De schuldratio komt hiermee uit op 0,6x de aangepaste ebitda. Het management dankt de sterke resultaten vooral aan gunstige marktontwikkelingen en het binnenhalen van 4.000 nieuwe klanten wereldwijd. Ook profiteerde het bedrijf van lagere grondstofkosten, verdere optimalisatie van het werkkapitaal en de verkoop van ongebruikte activa.

Het afgelopen jaar profiteerde Deceuninck vooral van een grote renovatiegolf in zowel Europa als de Verenigde Staten, waar, deels veroorzaakt door de lockdowns, meer in de verduurzaming van woningen

werd geïnvesteerd. Kunststofkozijnen in combinatie met geïsoleerd glas zijn niet alleen energiezuinig, maar vergroten bovendien het wooncomfort. Overheden stimuleren verduurzaming door middel van subsidies. Het afgelopen jaar bepaalde de renovatiemarkt al 60% van de omzet van Deceuninck, gevolgd door nieuwbouw met 40%. Om te kunnen voldoen aan de Europese klimaatdoelstellingen in 2050 zou de Europese Unie jaarlijks €275 miljard moeten investeren in de renovatie van bestaande gebouwen. Analisten schatten in dat het vervangen van ramen circa 10-15% van de renovatiemarkt uitmaakt, wat met een geschat Europees marktaandeel van 0,5% voor Deceuninck zou neerkomen op een jaarlijkse omzetsijging van ongeveer €0,2 miljard. Ook in de Verenigde Staten neemt het aantal renovaties toe en analisten verwachten dat Deceuninck daar vooral kan profiteren van de ontwikkeling van nieuwbouw. Alleen in Turkije zijn de marktontwikkelingen als gevolg van politieke spanningen en de volatiele lira onzeker.

## Forse investeringen

Hoewel de investeringsuitgaven van Deceuninck relatief hoog liggen ten opzichte van die van zijn concurrenten, kan het Belgische familiebedrijf daarmee zijn sterke concurrentiepositie wel vasthouden. Op dit moment gaan de investeringsuitgaven naar de ontwikkeling van nieuwe productlijnen en de bouw van een eigen recyclingfabriek. Omdat de ontwikkeling van de grondstofprijzen van grote invloed is op het resultaat, wil het bedrijf met de bouw van een



Koersverloop Deceuninck over het afgelopen jaar.





eigen recyclingfabriek twee vliegen in een klap slaan. De nieuwe recyclingfabriek wordt pal naast de bestaande fabriek in het Belgische Diksmuide gebouwd en kan oude raam- en deurprofielen van pvc recyclen naar nieuwe profielen. De bouw van de fabriek gaat weliswaar zo'n €3 miljoen kosten, maar de fabriek zal uiteindelijk voorzien in 13% van de grondstofbehoefte van het bedrijf. De investering draagt eveneens bij aan de duurzaamheidsdoelstellingen van Deceuninck en sluit aan bij de snelle opkomst van circulair bouwen.

## Conclusie

Sinds de presentatie van de jaarcijfers eind februari is de aandelenkoers van Deceuninck hard opgelopen en ten opzichte van mei 2020 zelfs verdubbeld. Hoewel het aandeel momenteel hoog gewaardeerd is, zijn de huidige marktontwikkelingen dermate gunstig dat de aandelenkoers op de langere termijn verder kan oplopen. De halfjaarcijfers die Deceuninck op 17 augustus publiceert kunnen dit mogelijk bevestigen. Geduldige beleggers die nu instappen kunnen daarom een prima rendement tegemoetzien, maar moeten ook rekening houden met een fluctuerende koers. Zaken als een oplopende inflatie en rente, en fluctuaties in de grondstofprijzen hebben immers invloed op de koersvorming. Voor 2020 heeft Deceuninck een dividend van €0,05 per aandeel voorgesteld. Wij geven Deceuninck daarom een koopadvies met een koersdoel van €4.

*Auteur heeft op moment van schrijven geen positie in Deceuninck.*

## Kansen

- Door klimaatdoelen zal de renovatiemarkt de komende jaren alsmar groter worden;
- Het unieke afzetkanaal zorgt voor sterke prijsmarges en houdt concurrentie op afstand;
- De bouw van een recyclingfabriek maakt Deceuninck minder afhankelijk van grondstofprijzen.

## Risico's

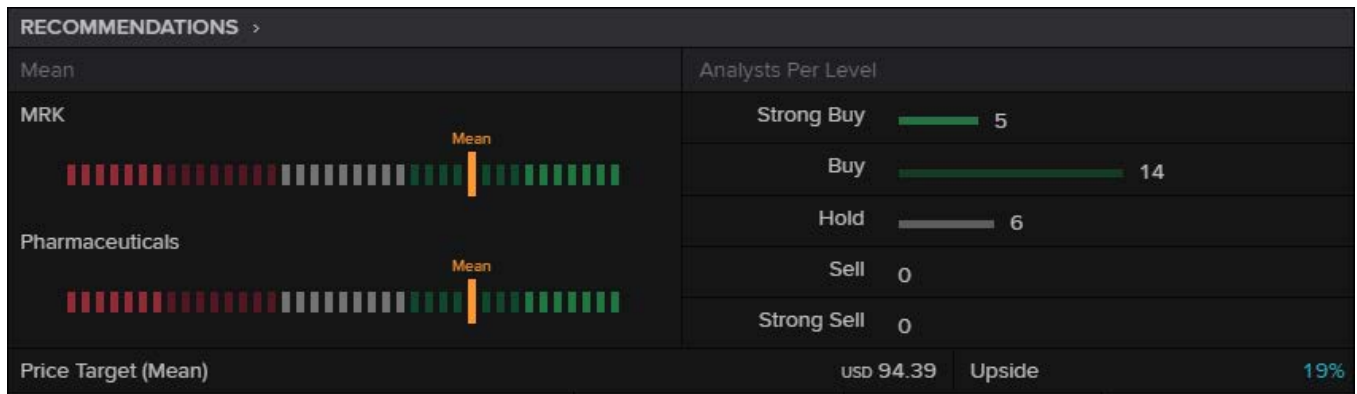
- De Turkse markt blijft onzeker;
- Tegenvallende economische groei door de gevolgen van de coronapandemie;
- Afhankelijkheid van grondstofprijzen blijft aanwezig.

## Fundamentele kenmerken Deceuninck

ISIN-code:	BE0003789063
Ticker:	DECB
Sector:	Bouw
Beurs:	Brussel
Marktkapitalisatie:	€389,67 miljoen
Aantal uitstaande aandelen:	136,73 miljoen
Koers 21 mei:	€2,87
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	€3,05
Koers laag afgelopen 12 maanden:	€1,25
Dividendrendement:	1,22%
Koers-winstverhouding:	16,1

# Merck: Aandelen kopen wanneer iedereen afwachtend is

Op de beurs van Wall Street zetten de belangrijkste indices in de afgelopen weken nieuwe piekkoersen neer. Maar niet alle aandelen doen mee aan de haussemarkt. In de farmaceutische sector is Merck een opvallende achterblijver. Over een periode van twaalf maanden bekeken consolideert de koers van dit aandeel. Ook werden de kwartaal- en jaarresultaten teleurgesteld ontvangen. De coronacrisis bleek zwaarder dan verwacht de cijfers te hebben gedrukt, maar de vooruitzichten voor geheel 2021 zien er beter uit. Het bedrijf heeft een nieuwe CEO, Robert Davis, en in het tweede kwartaal moet de verzelfstandiging van dochter Organon zijn afgerond. Hierna zal de nieuwe topman de vooruitzichten updaten. Wij verwachten vanaf nu positievere boodschappen en dat kan het aandeel Merck op de beurs aan een hogere koers helpen. Wij geven het aandeel een koopadvies waarbij we een eerste koersdoel van \$93 voor ogen hebben.



Adviezen van analisten wereldwijd.

Al meer dan 125 jaar is Merck, buiten de Verenigde Staten en Canada ook wel bekend als MSD, actief in de farmaceutische sector. Het in Kenilworth (New Jersey) gevestigde bedrijf ontwikkelt medicijnen en vaccins voor uiteenlopende ziekten en aandoeningen. Merck speelt wereldwijd een vooraanstaande rol in het onderzoek naar de preventie en behandeling van ziekten die mensen en dieren bedreigen, waaronder kanker, infectieziekten zoals HIV en ebola, en allerlei dierkwalen. Veel aandacht wordt daarbij besteed aan research & development. Het bedrijf heeft samenwerkingsakkoorden afgesloten met AstraZeneca PLC, Bayer AG, Eisai Co, Almac Discovery, Skyhawk Therapeutics, Ridgeback Biotherapeutics, Shanghai Junshi Biosciences Co, Fujifilm Corporation, Intec Pharma Ltd, Transcenta Holding Ltd en Janux Therapeutics, Inc.

In maart 2020 werd bekendgemaakt dat Merck plannen had om dochtermaatschappij Organon & Co via een spin-off te verzelfstandigen. Organon

groepeert de activiteiten van het bedrijf op het gebied van vrouwelijke gezondheid (anticonceptie, vruchtbaarheidsbevordering en middelen tegen overgangsklachten) en is sinds de overname van Schering-Plough in 2009 een belangrijk onderdeel van Merck. De naam Organon heeft een sterke merkwaarde en geniet een goede reputatie binnen de sector vanwege de innovatieve producten die deze dochter op de markt brengt.

Onder CEO Kevin Ali wordt Organon een nieuw beursgenoteerd Nederlands bedrijf dat de naam Organon & Co zal gaan voeren. Organon zal voor de spin-off een speciaal dividend ter hoogte van \$8 tot \$9 miljard aan Merck betalen, waardoor de aandeelhouders van Merck honderd procent van de gewone aandelen Organon in handen krijgen. De operatie zou afgerond moeten zijn tegen het einde van het tweede kwartaal. Het bedrijf zal naar verwachting 10.000 tot 11.000 medewerkers tellen. In Nederland is Merck vooral actief onder de naam MSD

en ook hier zal de splitsing worden doorgevoerd. Een deel zal de naam MSD ook na de splitsing blijven voeren, terwijl Organon samen met al zijn vestigingen elders ter wereld wordt verzelfstandigd tot een onafhankelijk bedrijf.

Het is uiteindelijk de bedoeling om de slagkracht te vergroten en nog sneller te kunnen reageren op nieuwe ontwikkelingen op de markt. Merck brengt overigens niet alleen zijn Women's Health afdeling onder in Organon, maar ook een selectie verouderde medicijnen en biosimilaire producten. Een biosimilar is een biologisch geneesmiddel dat een versie bevat van een werkzame stof van een al vergund biologisch geneesmiddel.

## Cijfers

De resultaten van niet alleen het vierde kwartaal van 2020 maar ook die van het eerste kwartaal 2021 vielen tegen. De pandemie had een impact van \$400 miljoen op de omzet in het vierde kwartaal en de impact die de pandemie op de jaaromzet had bedroeg zelfs \$2,5 miljard. Beleggers reageerden dan ook teleurgesteld en de koers van het aandeel Merck moest een paar stapjes terugzetten. Voor dit jaar verwacht Merck nog licht negatieve effecten van Covid-19. In januari 2021 verkocht Merck het belang in vaccinproducent Moderna (MRNA), zodat het zich nu kan focussen op de behandelingen van Covid-19. Een van die behandelingen wordt ontwikkeld in het kader van het partnership met Ridgeback Biotherapeutics en de andere behandeling betreft een antiviraal middel. Keytruda, het grootste product in de portefeuille van Merck, genereerde in het eerste kwartaal van 2021 een omzet van \$ 3,9 miljard, een stijging van 16% (exclusief Fx-impact) op jaarbasis. Dit is een medicijn dat wordt gebruikt bij de behandeling van verschillende soorten kanker. De verkoop van

Keytruda is vooral gestegen door een aanhoudend sterk momentum in indicaties van longkanker en een aanhoudende opname in nieuwere indicaties. De impact van COVID-19 (waardoor het aantal nieuwe patiënten werd verlaagd) en de prijsdruk in Europa en Japan compenseerden de groei tot op zekere hoogte.

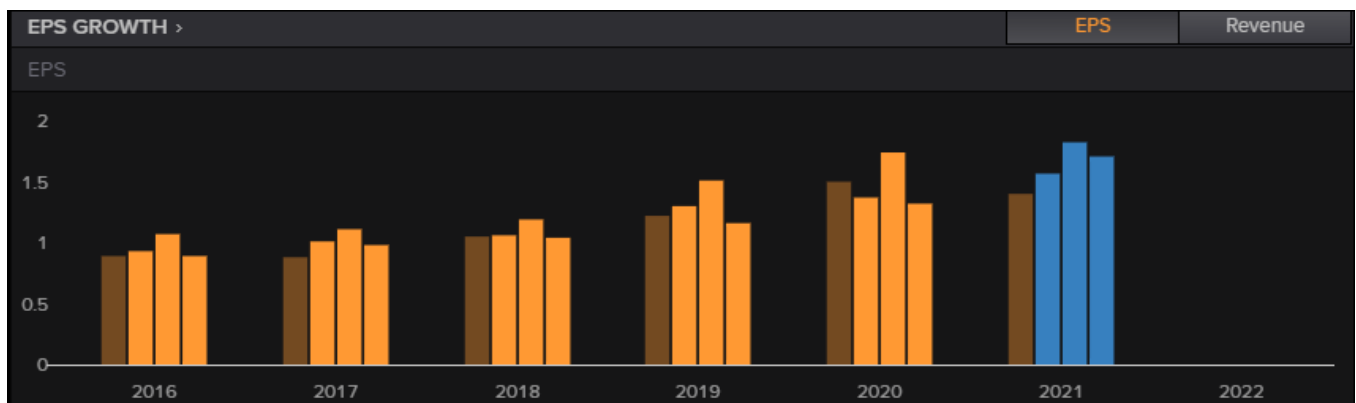
Daarnaast is Merck een samenwerking aangegaan met Gilead Sciences voor de ontwikkelen van behandelingen voor HIV patiënten.

Onlangs heeft Merck het bedrijf Pandion Therapeutics overgenomen. Hiermee heeft Merck haar pijplijn voor het ontwikkelen van behandelingen tegen auto-immune ziektes uitgebreid. De samenwerkingen en overnames tezamen met een sterke R&D vormen de sterke pijlers onder een verdere groei van de onderneming. De gemiddelde omzetgroei over de laatste 5 jaar was 3,73% per jaar. Voor de komende jaren verwachten wij echter een sterke toename van de verkoop van het medicijn Keytruda, Bridion en Lynparza.

## Conclusie

Voor 2021 verwacht Merck een omzet tussen de \$51,80 en \$53,80 miljard, inclusief een positief valuta-effect van 2%. Er wordt veel verwacht van het kankerbestrijdingsmiddel Keytruda, momenteel het belangrijkste medicijn voor Merck. Dit geneesmiddel behoort tot de categorie immuno-oncologiemedicijnen en heeft als belangrijkste concurrent Opdivo van Bristol Myers Squibb (BMY).

Omdat de impact van de pandemie dit jaar af zal nemen en de nieuwe producten garant staan voor een sterke groei, belooft 2021 een beter jaar te gaan worden dan 2020.



Groei van het winst per aandeel van Merck.



Het dividend is een belangrijke reden voor ons om in deze aandelen te beleggen. Met een kwartaaldividend van \$0,65 komt het rendement op basis van de huidige koers (\$79) uit op 3,3%. Dat is ten opzichte van andere farmaceuten hoog. De andere farma aandelen op de beurs geven gemiddeld een dividendrendement van 2,46%.

Kijken we naar de dividendgroei dan zien we de laatste 5 jaar elk jaar een gemiddelde dividendverhoging van 8,5%. Merck hanteert een payout percentage van 45% van de winst. Voor komend jaar verwacht het bedrijf een winst per aandeel van \$6,51 en dat is een stijging van 9,6%. Op basis van het dividend is Merck een vaste waarde in portefeuille.

Naast het stabiele dividendrendement zien wij groei voor het aandeel Merck want, naast al deze opsommingen van het bedrijf, staan we vlak voor de afsplitsing van de dochteronderneming Organon. Merck heeft besloten om dit bedrijf zelfstandig aan de beurs te noteren. Aandeelhouders van Merck ontvangen voor elk aandeel dat ze bezitten op 2 juni een tiende aandeel Organon.

Wij verwachten dat deze afsplitsing aantrekkelijk is voor de huidige aandeelhouders. Onze gedachte is dat de som der delen meer waard is dan het totaal. Daarmee bedoelen wij dat de totale waarde van de twee apart genoteerde aandelen hoger uitkomt dan de huidige aandelenkoers van Merck. De klanten van Aberfeld die het aandeel Merck bezitten zijn vanaf 3 juni aandeelhouder in beide ondernemingen. Wij hebben positie genomen voor onze cliëntèle.

### Fundamentele kenmerken Merck

Koers Merck:	\$79
ISIN code:	US58933Y1055
Tickersymbol:	MRK
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	\$87,80
Koers laag afgelopen 12 maanden:	\$65,25
Dividend:	\$2,60
Dividendrendement:	3,3%
Aantal aandelen:	2,53 miljard stuks
Marktkapitalisatie:	\$189 miljard
Sector:	Farma
Return on equity:	25,63%
Winstmarge:	14,72%



Koersverloop Merck over het afgelopen jaar.



# Sell in May...?

De maand mei ligt al weer zo goed als achter ons. Volgens een oude en bekende beleggingswijsheid is mei de maand waarin u de aandelenbelangen moet verminderen. “Sell in May and go away” is waar veel aandelenhandelaren in geloven. Dit gezegde “Sell in May...” houdt het advies in om in de zomermaanden niet in aandelen te beleggen. Aansluitend op deze beurswijsheid is het advies: “remember, buy back in September”.

Er is natuurlijk veel onderzoek gedaan naar dit soort beurswijsheden. Uit die onderzoeken is gebleken dat de aandelenbeurzen wel degelijk seizoen effecten kennen maar die effecten zijn heel klein. Daarbij is het natuurlijk ook zo dat uitzonderingen de regel bevestigen en in deze tijd kunnen we zeker spreken over een bijzondere tijd waarbij historische patronen amper van toepassing zijn. Kortom, wij passen deze beurswijsheid dit jaar niet toe op ons beleggingsbeleid. Wij blijven onverminderd vertrouwen houden in onze aandelenbeleggingen die gestoeld zijn op fundamentele gegevens, de werkelijk gang van zaken van de ondernemingen waar wij in beleggen.

Iedereen kan constateren dat de economieën wereldwijd een flink herstel laten zien. Het producenten- en consumentenvertrouwen is flink gestegen, er worden veel nieuwe banen gecreëerd en de bedrijvigheid neemt sterk toe. Daarnaast blijven de centrale banken de economie steunen middels het opkopen van schulden, en overheden blijven stimuleren met financiële steunpakketten. Op basis van alles wat we momenteel zien gebeuren mogen we verwachten dat de resultaten van bedrijven zullen stijgen. Aberfeld International Vermogensbeheer gaat ervan uit dat onze portefeuilles dan ook goed zullen blijven renderen, zelfs in de zomermaanden. Daarnaast mochten er kansen ontstaan dan zullen we niet schromen om kwaliteitsaandelen te blijven kopen.

Natuurlijk blijven de vermogensbeheerders van Aberfeld letten op alle economische signalen, want beleggen is voortschrijdend inzicht. Het aantrekken van de economie is goed nieuws maar leidt ook tot prijsstijgingen en dat zou weer kunnen leiden tot een rentestijging. Reden dus om alert te blijven en soms de portefeuilles aan te passen. De afgelopen tijd hebben wij winsten gerealiseerd op een percentage van de technologie aandelen die we in portefeuille hebben. Deze winsten hebben we geïnvesteerd in waarde aandelen die naar onze mening nog heel veel potentie hebben. Zo hebben we onlangs o.a.

geïnvesteerd in Farma aandelen, Banken en Energie. Naast het investeren in waarde aandelen kijken we ook actief naar optiestrategieën. Met een optieconstructie kunnen wij de portefeuillerisico's verminderen en extra rendement realiseren.

Wij rekenen niet op structureel hogere rentes want naar onze mening is de inflatie nog niet iets waar wij ons zorgen over maken. Natuurlijk is er sprake van een stijging van grondstofprijzen. Ook de prijzen van vervoer van goederen stijgen aanzienlijk. De prijs van het containervervoer is vervijfvoudigd de laatste maanden. Echter wanneer het vervoer weer goed op gang is gekomen dan zullen de grondstof en vervoersprijzen weer dalen (piekvraag). Zoals altijd loopt de beurs vooruit op ontwikkelingen en op basis van wat wij analyseren verwachten de analisten van Aberfeld International dat de aandelenindices naar nieuwe recordstanden stijgen. Een “campingrally”, ook zo'n beurswijsheid, zou dit jaar zomaar mogelijk kunnen zijn.

Ik wens u samen met het hele team van Aberfeld International Vermogensbeheer een mooie zomer en spreek de wens uit dat we elkaar straks weer open en vrij kunnen ontmoeten. Wilt u meer weten over vermogensbeheer bij Aberfeld of uw huidige beleggingsportefeuille eens geheel vrijblijvend bespreken? Wij staan voor u klaar, belt u ons maar.

**André van Eerden - CEO Aberfeld International**





# IAG kan opnieuw een hoogvlieger worden!

We hoeven er geen doekjes om heen te winden dat de luchtvaartsector door een diep dal gaat. De wereldwijde pandemie heeft het transport door de lucht zo goed als geheel lam gelegd. De resultaten van de meeste luchtvaartmaatschappijen kleurden dan ook bloedrood. Maar met een betere haven in zicht kan het lucratief zijn de krenten uit de pap te pikken, want er zullen luchtvaartbedrijven overleven die weer geld gaan verdienen. Naarmate de wereldwijde vaccinaties opschieten gaan de vooruitzichten er weer wat beter uit zien.

Luchtvaartmaatschappij IAG heeft natuurlijk ook zwaar te lijden gehad onder de beperkingen die het luchtvaartverkeer werden opgelegd. Het eerste kwartaal van 2021 was daardoor verlieslatend, maar in de komende maanden verwacht Aberfeld een geleidelijke verbetering van de resultaten. Dit scenario zit naar onze mening nog niet in de beurskoers verrekend. IAG was voor het uitbreken van de pandemie één van de meest winstgevende Europese airliners, dus mogen we ook veronderstellen dat het bedrijf zich als één van de eersten binnen de luchtvaartsector zich zal herstellen. 2021 wordt zonder twijfel nog een moeilijk jaar, maar vanaf 2022 hangen er betere cijfers in de lucht. Met het positieve beeld dat de coronavaccinaties de wereld weer normaal maken beschouwen we IAG op de beurs als een kanshebber. De koers van dit aandeel noteert nog mijlenver onder de historische piekkoersen en is op moment van schrijven €2,40, terwijl de hoogste koers bijna €8,29 is geweest.

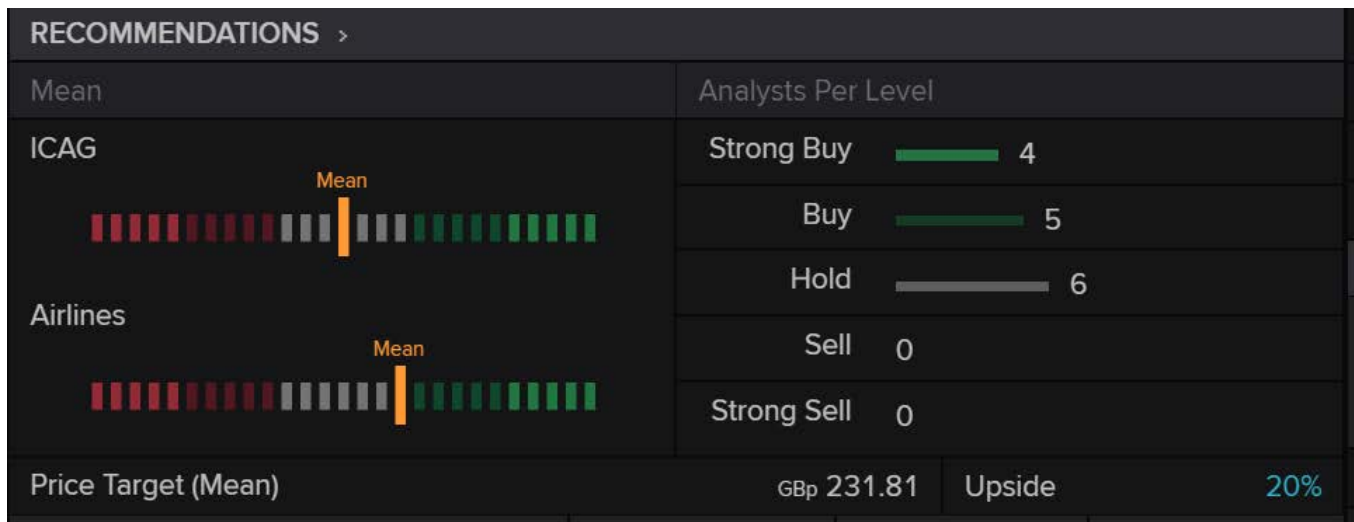
## Profiel

International Consolidated Airlines Group, afgekort IAG, is actief in het transport van passagiers en vracht door de lucht over de hele wereld. Het bedrijf opereert onder de merken British Airways, Iberia, Vueling, Aer Lingus en LEVEL. IAG heeft beschikking over een vloot van 533 vliegtuigen die naar 279 bestemmingen vliegen. Het bedrijf werd opgericht in 2009 en heeft zijn hoofdkantoor in Madrid. De uitbraak van het virus in 2020 zette de hele luchtvaartsector op de kop, daarnaast werd ook het netwerk van IAG ingrijpend beïnvloed door de pandemie. Vanaf eind februari 2020, toen het virus zich over de hele wereld verspreidde, stelden regeringen wereldwijd reisbeperkingen en quarantainemaatregelen in. Via IAG Cargo droeg het bedrijf een steentje bij aan het ondersteunen van individuele landen tijdens de pandemie door reizigers te repatriëren en essentiële persoonlijke beschermingsmiddelen, medische apparatuur en vaccins te vervoeren. Tegelijkertijd greep

— INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.



Koersverloop over de afgelopen vijf jaar. De grafiek is in Engelse pence (GBX), maar het aandeel is ook te koop in euro's op de beurs.



Aanbevelingen van derden. Van de 15 analisten die het aandeel IAG op de voet volgen geeft niemand meer een verkoopadvies.

het management gelijk in door fors in de kosten te snoeien om zo de toekomst veilig te stellen. Daardoor werden de objectieven van het bedrijf op lange termijn gevrijwaard.

De lat wordt bij IAG hoog gelegd. De bedoeling is om een toonaangevende luchtvaartgroep te zijn en gelijktijdig duurzame waarde te creëren voor zowel de klanten als de aandeelhouders. Het bedrijfsmodel maakt dat IAG goed gepositioneerd is om dit te bereiken in een omgeving die steeds competitiever en sneller wordt. Het management probeert meer te zijn dan gewoon maar een luchtvaartmaatschappij, het aanbod omvat het volledige spectrum van alles wat met reizen te maken heeft. Dat wordt mogelijk gemaakt door een gemeenschappelijk geïntegreerd platform dat efficiëntie en eenvoud stimuleert, terwijl elk onderdeel van de groep toch zijn individuele prestatiedoelstellingen kan realiseren met behoud van zijn unieke identiteit. Helaas blijft tot nu toe ook in het lopende jaar het netwerk van IAG de impact van Covid-19 en de bijbehorende reisbeperkingen door de overheden ondervinden. Een slimme belegger denkt vooruit en kijkt dus voorbij de pandemie naar een toekomst die niet langer wordt gehinderd door het virus. De grootste verdiensten worden gerealiseerd door contrair te denken.

Het is belangrijk om realistisch te blijven, de reissector ondervindt nog steeds de gevolgen van de pandemie en dat zal nog wel even zo blijven. Glenn Fogel, CEO van reiswebsite Booking Holdings, gaf aan te verwachten dat het nog jaren kan duren voordat de sector volledig hersteld is van de Covid-19 pandemie. Dit ondanks de veelbelovende signalen

die in het tweede kwartaal zichtbaar werden. Vooral bij het internationale luchtverkeer zijn er nog heel wat uitdagingen. Veel landen blijven aarzelen om buitenlandse toeristen toe te laten terwijl de vaccinatie nog steeds volop aan de gang is. Onze analisten verwachten echter dat de invoering van een vaccinatiepaspoort, waarmee vrij reisverkeer weer mogelijk wordt, de gang van zaken positief zal versnellen. Zelfs mensen die tegen vaccineren zijn zullen uiteindelijk dan toch ook kiezen voor het gemak en de persoonlijke vrijheid die dat (terug)geeft.

### Cijfers

De resultaten over het eerste kwartaal weerspiegelden nog steeds de ernst van de crisis. IAG rapporteerde een verlies vóór belastingen van €1,2 miljard (£1 miljard) over de eerste drie maanden van 2021, aangezien de pandemie het reizen nog steeds beperkte. De maatschappijen die vliegen onder de vlag van IAG vlogen slechts 20% van hun normale vluchtschema's in het eerste kwartaal en de omzet daalde daarvoor met 79% procent op jaarbasis tot €968 miljoen. CEO Luis Gallego voorspelt slechts een kleine capaciteitstoename tot maximaal 25% voor het tweede kwartaal. De cash burn werd teruggebracht tot €175 miljoen, een betere prestatie dan door de analisten werd verwacht. In een toelichting op de cijfers vestigde Gallego de aandacht op de sterke liquiditeitspositie van €10,5 miljard op 31 maart. Hij pleitte voor het reizen zonder beperkingen en dit dankzij betaalbare en eenvoudige testen, contactloze grenscontroles en digitale vaccinatie- en testpaspoorten. Deze maatregelen kunnen een veilige en volledige heropening van het luchtruim mogelijk maken. Op basis van de huidige stand van zaken waagde de CEO zich niet

aan een voorspelling voor het volledige boekjaar.

## Conclusie

De beleggers kiezen voorlopig voor een afwachtende houding met betrekking tot het aandeel IAG, zoals blijkt uit de evolutie van de koers. De cijfers over het eerste kwartaal gaven duidelijk aan dat de pijn nog niet geleden is, terwijl er ook duidelijke lichtpuntjes op de radar verschijnen. Neem bijvoorbeeld de vorm van een gezamenlijke verklaring van de Britse regering en de Europese Commissie om het luchtvaartverkeer zo snel mogelijk opnieuw te normaliseren. Een andere opsteker is dat gevaccineerde Amerikaanse toeristen waarschijnlijk opnieuw toestemming krijgen om deze zomer naar Europa te komen. IAG realiseerde in 2019 ongeveer een derde van de omzet op transatlantische vluchten. Ook de versnelde vaccinaties, die zeker in Europa maar moeizaam op gang kwamen, kan het luchtvaartverkeer in Europa langzaam maar zeker weer normaliseren. Het is moeilijk te zeggen wanneer het verkeer weer definitief aantrekt, maar vanaf de tweede helft van aankomende zomer kan het plaatje er heel anders en positiever uitzien.

Een belangrijke troef die IAG kan uitspelen is dat het bedrijf voor het uitbreken van de pandemie één van de meest winstgevendste Europese bedrijven in de sector was. Het zal tijd en moeite kosten, maar tegen 2023-2024 zou de EBIT-marge opnieuw op het niveau van voor de crisis kunnen komen. Maar dankzij de doorgevoerde structurele kostenbesparingen ligt het break-even niveau nu een stuk lager en kunnen de winsten dus eerder toenemen.

IAG kan daarnaast van de malaise in de sector gebruikmaken om de marktpositie via overnames te versterken, ze heeft vermogen genoeg. In dit verband ligt de focus nu op de geplande overname van Air Europe die, mits de toestemming van de Europese Commissie verkregen wordt, afgerond kan worden. Het bedrijf heeft een sterke traditie van groei op basis van acquisities en ook die factor moet in rekening worden gebracht.

Aberfeld trekt de conclusie dat IAG op langere termijn beschikt over heel wat troeven, waarvan wij verwachten dat die geleidelijk aan in de koers zullen doorsijpelen met een opwaartse trend. Het aandeel IAG vinden wij dus koopwaardig en geven het een eerste koersdoel van 15% hoger. Afhankelijk van het

verloop van de coronacrisis zullen we daarna keer op keer de situatie van het aandeel opnieuw ijken omdat we denken dat bij het nieuwe normaal een koersstijging van 50 tot 100% tot de mogelijkheden behoort op een termijn van 12 tot 18 maanden.

## Pro's

- Deze airliner heeft in het verleden bewezen winstgevender te kunnen werken dan de meeste branchegenoten;
- Het bedrijf heeft een sterke liquiditeitspositie van €10,5 miljard;
- Een opgekropte vraag naar transport door de lucht kan de resultaten een stevige duw in de rug geven;
- De heropening van het luchtverkeer kan sneller dan verwacht gebeuren.

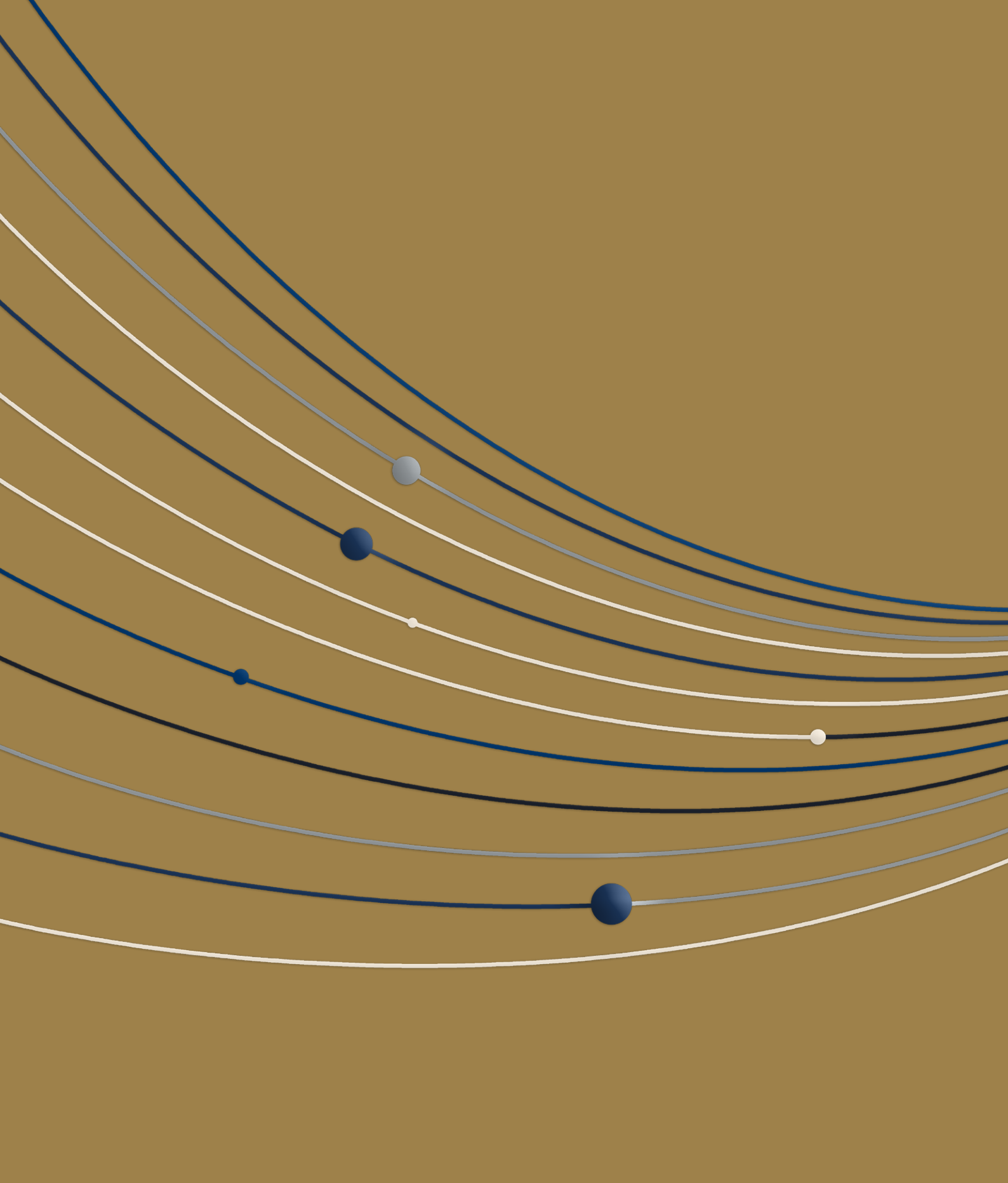
## Contra's

- Het kan langer dan verwacht duren alvorens de pandemie is overwonnen;
- De vraag is of het luchtvaartverkeer het niveau van voor de coronacrisis opnieuw kan bereiken;
- Beleggers kiezen voor een afwachtende houding, wat blijkt uit het relatief stabiele koersverloop.

## Fundamentele kenmerken IAG

Winst per aandeel 2020	-
Tax. winst per aandeel 2021	-
Tax. winst per aandeel 2022	€ 0,40
Koers-winstverhouding 2020	-
Koers IAG	€ 1,95
ISIN code	ES0177542018
Tickersymbool	ICAGY
Dividend	€ 0,17
Dividendrendement	2,71%
Aantal uitstaande aandelen	4,97 miljoen stuks
Marktkapitalisatie	€ 11,17 miljard
Sector	luchtvaart
Price/sales	1,89
Price/book	11,19%

**IAG** INTERNATIONALS  
AIRLINES  
GROUP



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)