

29 maart 2024



Aberfeld
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

INHOUD



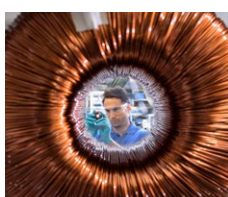
Tijdelijk en toch stabiel. 3

Ik blijf erop hameren dat de beleggers een goede spreiding in hun portefeuille aan moeten brengen en de tijd als vriend moeten zien, beleggen is nu eenmaal lange termijn. Je kunt als belegger niet vandaag instappen en over 3 maanden...



Aperam, cyclisch karakter maar structureel sterker 5

De staalsector behoort tot de meest cyclische industrieën, waardoor de resultaten van jaar tot jaar sterk kunnen verschillen. Het in Amsterdam genoteerde Aperam heeft een sterke positie in een niche die relatief stabiel is en de bodem van de cyclus...



Groeikansen Kendrion blijven aanzienlijk 8

Ondanks wederom een zeer moeizaam kwartaal toonde het management van Kendrion zich opvallend optimistisch. De eerste helft van 2024 zal ook nog lastig zijn, maar in de tweede jaarhelft wordt op herstel gerekend...



L'Oréal geeft geur en kleur aan portefeuille 11

L'Oréal realiseerde voor het derde achtereenvolgende jaar een dubbelcijferige omzetgroei. Alle divisies van het Franse cosmeticaconcern droegen daaraan bij. Wel vielen de prestaties in Azië tegen en leidden ertoe dat de aandelenkoers daalde...



Specialist aan het woord 14

Het eerste kwartaal van 2024 is een goed kwartaal geworden voor aandelenbeleggers. Met name de technologie aandelen en defensiewaarden presteerden uitstekend, maar ook in andere sectoren zagen we de aandelen stijgen...



Na afwijzing overnamebod is de koers Renewi weer terug bij af: kopen? 15

Het aandeel van recyclingbedrijf Renewi noteerde afgelopen oktober iets boven de €6 oftewel 500 pence, toen het Australische investeringsfonds Macquarie een bod uitbracht van 775 pence per aandeel, op dat moment een premie van 52% op de laatste koers...



Unilever blijft een goede belegging 19

De afgelopen jaren bereikte de relatie tussen Unilever en de aandeelhouders een ijskoud dieptepunt. De poging van het levensmiddelenconcern om de gezondheidsdivisie van GlaxoSmithKline in te lijven viel in slechte aarde...

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.

Tijdelijk en toch stabiel.

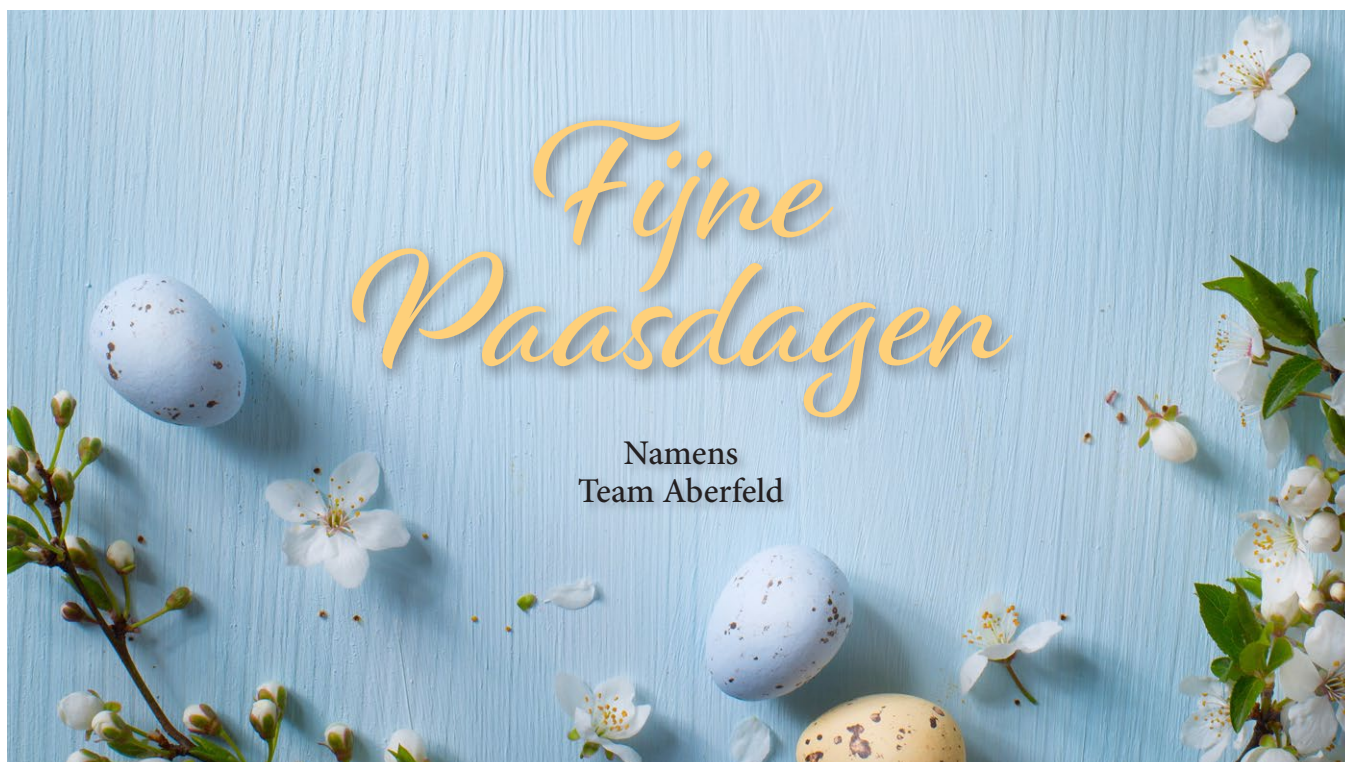
Ik blijf erop hameren dat de beleggers een goede spreiding in hun portefeuille aan moeten brengen en de tijd als vriend moeten zien, beleggen is nu eenmaal lange termijn. Je kunt als belegger niet vandaag instappen en over 3 maanden 10% waardestijging verwachten. Hoge rendementen betekent ook hogere risico's. Terwijl bijna alle beurzen profiteren van een grote opwaartse beweging die verschillende beursindices zelfs naar nieuwe recordniveaus bracht, was er één categorie aandelen die achterbleef. De Nederlandse en Europese Midcap aandelen daalden met ruim 16%, terwijl de grote aandelen die we blue chips noemen, met een enkel percentage stegen. De kleinere aandelen presteerden zelfs nog slechter. En deze categorie zijn de winnaars van morgen. En hun dividenden zijn hoog!

Als belegger kun je er rekening mee houden dat de markt periodes heeft van relatieve rust, omdat er simpelweg weinig triggers zijn. En laten we hopen dat de geopolitieke spanningen in de wereld niet toenemen! De verkiezingen in de Verenigde Staten zullen de komende tijd de beurs meer beïnvloeden. Als Biden wordt herkozen, blijft alles zoals het is, maar met Trump in het Witte Huis is er van alles mogelijk.

De hoogte van rentevoet bepalen, hangt af van de groeiverwachting en inflatie en de werkloosheid. Het voornaamste doel daarbij van de centrale bank is het bereiken van prijsstabiliteit. Waarbij de richtlijn van de centrale banken een inflatie van 2% is.

De nieuwste dot-plot ondersteunt de beslissing dat de centrale bank van Amerika niet alleen de rente ongemoeid laat, maar ook de drie geprognosticeerde rentedalingen van 25 basispunten van dit jaar blijven staan. Maar gaat dat ook gebeuren? Beleggen is geen exacte wetenschap. Beleggers reageerden opgelucht op de ongewijzigde renteverwachting door de monetaire beleidsbepalers. De Amerikaanse economie zit stevig in het zadel en vertoont geen enkele vorm van zwakte. De Fed verwacht dat de kerninflatie geleidelijk blijft afnemen, en in 2026 op de gewenste 2 procent zal uitkomen waardoor de ze nu geen harde uitspraken doen, maar eerst bevestiging zoekt van een stabiele inflatiedaling. De markt lijkt daarvan overtuigd, want de Amerikaanse beurzen schoten opnieuw naar recordhoogtes en het marktoptimisme





nam toe. Wij houden rekening met het feit dat beleggers vandaag of morgen beseffen dat het optimisme mogelijk te voorbarig is in de koersen van het handje vol aandelen die toch al hoog staan, De rapen zijn dan gaar. Daar moet een belegger op anticiperen.

Het cijferseizoen van de bedrijven is ten einde gekomen. Nagenoeg de meeste bedrijven presteerden conform de verwachtingen en teleurstellingen bleven dan ook grotendeels uit. De kaarten zijn opnieuw geschud en nieuwe records zijn gezet met de koersen. Eigenlijk zijn beleggers op dit moment maar in één sector geïnteresseerd en dat is de sector van de AI-gerelateerde aandelen. Het zijn juist die aandelen die de indexen naar recordhoogtes brengen.

Toch zijn er aandelen die lager gewaardeerd zijn dan gerechtvaardigd. En dan spreek ik over kwaliteitsaandelen die ondanks de goede fundamentele argumenten ondergewaardeerd blijven en juist de kansen bieden in de markt. En als belegger te profiteren van een tijdelijke een dip in de koers. Want tussentijdse correcties zullen er altijd blijven.

Bij Aberfeld maken we onze keuzes op basis van fundamentele argumenten. We hebben een duidelijke koers voor onze cliënten uitgestippeld. Vele factoren spelen een rol op de weg naar een stijging en is nooit een rechte lijn. Als er een beurscorrectie komt, en

die komt vanzelf, dan komt het op de kwaliteit van de beleggingsportefeuille aan, en dat is wat wij doen en over waken voor mijn cliënten. Ondertussen kunnen we wel de goede dividenden tegemoet zien, mooie dividenden die een zorgen voor een goede cashflow.

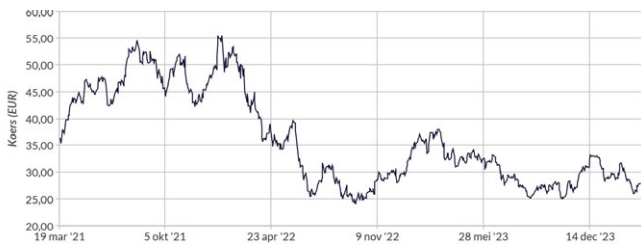
Hoe wij dat doen? Graag nodig ik u uit voor een persoonlijk gesprek om u te informeren over Aberfeld International. U bent van harte welkom om een afspraak te maken en de koffie staat klaar.

**Hartelijke groet,
Janette Buitenkamp**



Aperam, cyclisch karakter maar structureel sterker

De staalsector behoort tot de meest cyclische industrieën, waardoor de resultaten van jaar tot jaar sterk kunnen verschillen. Het in Amsterdam genoteerde Aperam heeft een sterke positie in een niche die relatief stabiel is en de bodem van de cyclus lijkt te hebben gepasseerd. Desondanks blijft de koers rond een dieptepunt hangen, nadat die eerder al gehalveerd was ten opzichte van de recordhoogte van begin 2022. De resultaten over het vierde kwartaal en het hele boekjaar 2023 bevatten bemoedigende elementen, waardoor de koers wel kortstondig opveerde, maar inmiddels is ook dat effect weer weggeëbd. De waardering is laag, de balans is in orde en de Europese industrie begint voorzichtig uit het dal te klimmen. Aberfeld ziet als eerste koersdoel € 32 en is positief over het aandeel.



Bron Beursgenoten. Koersverloop Aperam.

Spin-off van ArcelorMittal

De basis van Aperam ligt bij het Franse staalconcern Usinor, dat in 2001 fuseerde met het Spaanse Arbed en het Luxemburgse Arceralia tot Arcelor. Arcelor werd op zijn beurt in 2007 overgenomen door de Indiase familie Mittal die toen al talloze overnames achter zijn naam had, waaronder International Steel Group, de eigenaar van het legendarische Amerikaanse Bethlehem Steel. In 2011 besloot Arcelor-Mittal, het grootste staalconcern ter wereld, om zijn divisie voor roestvrijstaal te verzelfstandigen om het beter te positioneren voor consolidatieprocessen die zouden plaatsvinden.

Huidig bedrijf

Het zwaartepunt van Aperam ligt nog steeds op roestvrijstaal, maar er zijn vier divisies.

1. Stainless & Electrical:

De basis van het bedrijf wordt gevormd door de zes fabrieken in België, Frankrijk en Brazilië, die gezamenlijk een capaciteit hebben om 2,5 miljoen ton roestvrijstaal te fabriceren. De producten komen op de markt in verschillende vormen zoals roestvrijstalen rollen, staven en buizen. Sommige zijn voorzien van magnetische eigenschappen zodat ze toegepast worden in elektromotoren en generators. De marges zijn erg gevoelig voor economische omstandigheden.

2. Alloys & Specialties:

Door staal te mengen met andere metalen, zoals nikkel, levert deze divisie hoogwaardige legeringen, waardoor de omzet groeit en relatief stabiel is.

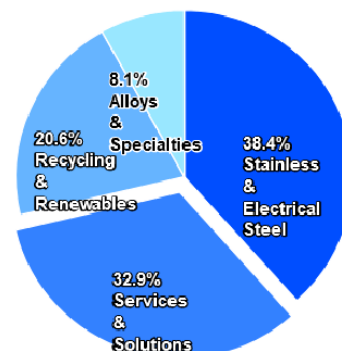
3. Services & Solutions:

De divisie heeft een uitgebreid netwerk van distributeurs, specialisten en consultants die klanten helpen bij het ontwerp en gebruik van hoogwaardige staalproducten.

4. Recycling & Renewables:

Het management legt veel nadruk op duurzaamheid en heeft de belangrijkste activiteiten samengevoegd in een aparte divisie die twee jaar geleden een flinke impuls kreeg door de overname van het Duitse recyclingbedrijf ELG voor €350 miljoen. In de 51 recycling centra wordt 1,2 miljoen ton schroot verwerkt. Daarnaast zijn ook de activiteiten op het gebied van bio-energie en Botanikkel in de divisie ondergebracht. Los van overnames is de divisie ook in staat organisch hard te groeien.

Aperam is de enige producent van roestvrijstaal in Latijns-Amerika en het is na marktleider Outokumpo de nummer twee in Europa. De familie Mittal bezit nog ongeveer 40% van de aandelen.

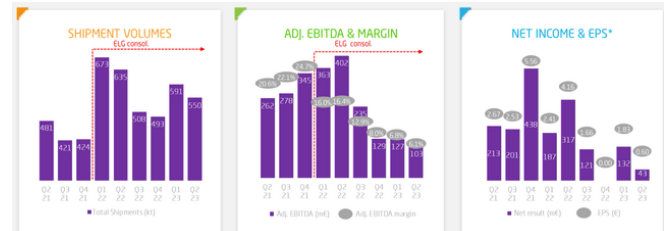


Omzetverdeling naar divisie

Financiële resultaten

In de bijgevoegde tabel met de financiële resultaten over de afgelopen elf kwartalen is goed te zien dat de omzet na de magere covidjaren sterk herstelde. Niet alleen door de hoge volumes, maar ook door de hoge afzetprijzen voor roestvrijstaal stegen de omzet en de ebitda in de eerste helft van 2022 naar recordhoogtes. Vanwege eerdere problemen in de keten van toeleveranciers hadden klanten echter hoge voorraden aangelegd die ze in het derde kwartaal van 2022 aan gingen spreken. De volumes zakten daarom weer weg en bereikten een dieptepunt in het vierde kwartaal van 2022. In het eerste kwartaal van 2023 stabiliseerden de volumes wel, maar toen begonnen de afzetprijzen flink weg te zakken. Van de ebitda-marge, die een jaar eerder nog boven de 16% lag, bleef amper 6% over. In het derde kwartaal van 2023 werd het dieptepunt bereikt. De kwartaalomzet kwam uit op €1,46 miljard, wat 15% tot 20% lager was zowel ten opzichte van het voorgaande kwartaal, als ook ten opzichte van het derde kwartaal van boekjaar 2022. De ebitda verschrompelde naar €19 miljoen en de ebitda-marge kromp naar 1,3%. Onder de streep resteerde een nettoverlies van €44 miljoen.

De oorzaak van de zwakke resultaten lag vooral bij de grootste divisie, Stainless & Electrical, waarvan de Europese activiteiten zeer zwak waren. Bij de andere divisies en in Latijns-Amerika waren de resultaten veel stabielier en de divisie Recycling & Renewables groeide zelfs onverstoort door.



Verzendvolumes, ADK EBITDA & MARGE en nettowinst & EPS van Aperam.

Vierde kwartaal, keerpunt met gemengd beeld

Op negen februari jongleden presenteerde het management de resultaten over het vierde kwartaal en over het volledige boekjaar 2023. Op het eerste gezicht waren de resultaten uitstekend, want onder de streep stond een nettowinst van €70 miljoen. Het nettoresultaat was echter geholpen door een belastingmeevaller van €118 miljoen, die grotendeels een-





malig was. Het operationele bedrijfsresultaat (ebit) was dan ook €10 miljoen negatief, wat overigens wel weer beduidend beter was dan het verlies van €36 miljoen in het voorgaande kwartaal.

De omzet kwam uit op €1,55 miljard, wat impliceert dat de omzetsdaling eindelijk tot stand was gebracht. Ten opzichte van het voorgaande kwartaal was de omzet 6% hoger, al was die nog wel iets lager dan die in het vierde kwartaal van 2022. Ook was de (aangepaste) ebitda van €55 miljoen aanzienlijk beter dan de uiterst magere €19 miljoen van het derde kwartaal. De ebitda-marge van 3,5% was eveneens beduidend beter dan de bedroevend lage 1,9% van het voorgaande kwartaal. De marges kunnen echter nog niet tippen aan de niveaus van boven de 10% uit 2022.

Ook de kasstromen gaven een gemengd beeld. De operationele activiteiten leverden maar liefst €318 miljoen aan kasinstroom op, maar daarvan was €289 miljoen vrijgespeeld uit het nettowerkkapitaal. De vrije kasstroom bedroeg €217 miljoen, wat hoe dan ook veel beter was dan de €135 miljoen uitstroom van het kwartaal daarvoor. Positief is ook dat de voorzichtige omzetsstijging zich in alle divisies voordeed, al verslechterde de ebitda-bijdrage van de divisie Stainless & Electrical wel verder. Vanwege de lage staalprijzen in Europa leverde deze divisie een ebitda-bijdrage van €34 miljoen negatief.

Waardering & Conclusie

Het management is erg voorzichtig en beweert voor het lopende kwartaal wederom een ebitda te behalen van €55 miljoen. Analisten zijn veel optimistischer en verwachten voor het hele boekjaar een ebitda van €500 miljoen. We denken dat dat haalbaar moet zijn, omdat we de eerste tekenen zien van herstel van de Duitse economie.

De schulden van Aperam zijn wel iets opgelopen, maar de nettoschuld van €491 miljoen is prima draagbaar. Door de koersdaling bedraagt de beurswaarde nog maar €2,16 miljard en komt de enterprise value niet verder dan €2,70 miljard. De ev/ebitda-ratio voor het lopend boekjaar is dus slechts 5x. Voor een positief scenario kunnen we de ebitda van 2022 als uitgangspunt nemen. Die lag toen nog ruim boven de miljard euro, wat nu een ev/ebitda-ratio zou opleveren van ongeveer 2,5x. Dat niveau zal op termijn zeker haalbaar zijn, niet alleen omdat de economie zal herstellen maar vooral omdat in het strategisch plan is voorzien in de stabiele groei van de nieuwe divisies. Bovendien lopen er al programma's om de kosten onder controle te houden. Qua omzet en winstmarges is in het verleden gebleken dat Aperam altijd sterker uit een recessie tevoorschijn kwam. Dat het management er ook nu weer alle vertrouwen in heeft blijkt wel uit het feit dat het royale dividend gehandhaafd blijft, ondanks dat de schuldratio officieel iets te hoog is en het dividend nu niet helemaal gedekt wordt uit de kasstroom.

Fundamentele kenmerker Aperam

Ticker: APAM
 Isin code: LU0569974404
 Primaire notering: Euronext Amsterdam
 Hoogste koers 52 weken: €37,25
 Laagste koers 52 weken: €38,25
 Aantal aandelen: 78 miljoen
 Beurswaarde: €2,16 miljard
 Schuldenpositie: €934 miljoen
 Kaspositie: €443 miljoen
 Nettoschuldpositie: €491 miljoen
 Eigen vermogen: €3,450 miljard
 Ebitda FY2022: €1,02 miljard
 Ebitda FY2023: €304 miljard
 Dividend: €2,1 per aandeel
 Dividendrendement: 7,1%

Groeikansen Kendrion blijven aanzienlijk

Ondanks wederom een zeer moeizaam kwartaal toonde het management van Kendrion zich opvallend optimistisch. De eerste helft van 2024 zal ook nog lastig zijn, maar in de tweede jaarhelft wordt op herstel gerekend. En dan kan het hard gaan bij de fabrikant van elektromagneten.

Profiel

Kendrion ontwikkelt elektromagneten voor de automotive sector en andere industriële eindmarkten. De afgelopen jaren heeft het bedrijf de focus verlegd naar energieschone applicaties, die inmiddels al circa 65% van de totale omzet uitmaken. Voor meer focus en een hogere effectiviteit van R&D werd de automotivetak vorig jaar gesplitst in Automotive Core, de verbrandingsmotor, en Automotive E, gericht op elektrische voertuigen. Bij Automotive E kan worden gedacht aan elektromagneten en softwareapplicaties ten behoeve van batterijkoeling, schokdemping, sound (om elektrische auto's veiliger te maken) en sensor cleaning. Circa 40% van de omzet wordt in Duitsland behaald, wat het voor Kendrion tot de belangrijkste markt maakt. Recent werd de productiecapaciteit in China verdubbeld middels een nieuwe fabriek in Suzhou. China is nu nog goed voor circa 10% van de omzet, maar dat kan in de komende drie tot vier jaar verdubbelen. Kendrion beschikt over sterke marktposities. Te denken valt aan marktaan-

delen van 15% tot 20% in zowel het automotive segment als in het segment van de industriële remmen. De automotivetak is goed voor ongeveer de helft van de concernomzet. Automotive Core was afgelopen jaar goed voor een omzet van 72% en Automotive E droeg voor 28% aan de omzet bij. Industriële remmen en het verzamelonderdeel Industrial Actuators and Controls (IAC), dat elektromagneten levert voor onder meer inductie- koken, wasmachinesluitingen en medische toepassingen als tandartsstoelen, zijn beide ongeveer goed voor een kwart van de totale omzet.

Zeer lastige marktomstandigheden

Voor Kendrion lagen de eindmarkten er al niet optimaal bij toen het bedrijf in het derde kwartaal van 2023 werd verrast door een ongekennde omzetzak van 30% bij het onderdeel industriële remmen. Vooral in de grote afzetmarkten Duitsland en China liep de vraag snel terug. In het slotkwartaal daalde de omzet bij industriële remmen met 31% tot € 26,0



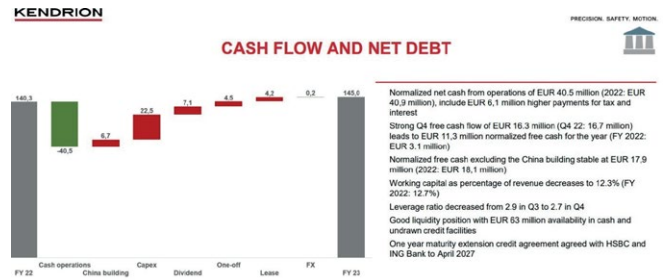
miljoen. Deze remmen vinden hun toepassing vooral in robots, windmolens en logistiek. Volgens ceo Joep van Beurden komt de vraagtuitval onder andere door de gestegen markttrente, die investeringen in kapitaalgoederen en windmolens minder rendabel maakt. Bovendien was er de afgelopen jaren sprake van een sterke groei van 20%. Dat de omzet in het vierde kwartaal van 2023 'slechts' met 7% daalde tot € 120,3 miljoen is te danken aan de automotieve tak. Bij Automotive E groeide de omzet met 16% en door het doorvoeren van prijsverhogingen hield Automotive Core de omzet stabiel. Bij Automotive E worden steeds meer producten gemoduleerd, zodat er voor verschillende klanten op dezelfde productlijn kan worden gewerkt. IAC wist door de overname van softwarebedrijf 3T eveneens een lichte groei te realiseren. 3T, dat ASML als grootste klant heeft, groeide met maar liefst 23%. Over geheel 2023 bleef de totale omzet van Kendrion nagenoeg vlak op € 518,5 miljoen, waarbij de groei in Automotive en IAC de krimp in het segment Industrieel opving.

Stevige winstdruk

De omzetzakking bij industriële remmen voltrok zich dusdanig snel en hard dat dit voor een scherpe winstdaling heeft gezorgd. Zo daalde de genormaliseerde ebitda in het vierde kwartaal met 14% tot € 10,3 miljoen. Over geheel 2023 zakte de genormaliseerde ebitda met 7% tot € 53,1 miljoen, zodat de ebitda marge terugviel van 11,1% naar 10,2%. Het rendement op het geïnvesteerde kapitaal daalde van 15,6% naar 13,5%. De genormaliseerde nettowinst liep in het vierde kwartaal met maar liefst 89% terug tot € 300.000 en kreeg over het hele jaar een tik van 36% tot € 13,9 miljoen (€ 0,91 per aandeel). De forse daling van de nettowinst komt vooral door een verdubbeling van de rentelasten tot € 10,1 miljoen. Kendrion heeft dan ook te veel schuld op zijn balans.

Financiële positie

Het goede nieuws is dat Kendrion in het laatste kwartaal een mooie vrije kasstroom wist te realiseren van € 16,3 miljoen, waarmee de kasstroom over geheel 2023 op € 11,3 miljoen uitkwam. De nettoschuld kon daarom met € 15,2 miljoen omlaag naar € 145,0 miljoen en dat leidde tot een verbetering van de verhouding nettoschuld/ebitda van 2,9 naar 2,7. Dat is weliswaar nog te hoog, maar ligt ruim onder de bankconvenanten van 3,25.



Bron: Kendrion. Ontwikkeling kasstroom en nettoschuld.

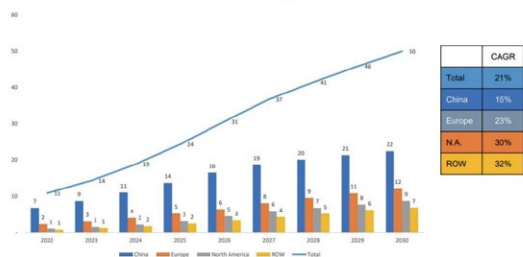
Gunstig is tevens dat Kendrion zijn leningsfaciliteit van € 102,5 miljoen bij HSBC en ING Bank met een jaar heeft weten te verlengen tot april 2027. Dat de banken Kendrion dus steunen is een zeer belangrijk gegeven. Nu alle grote investeringen zijn gedaan en de kasstroom zich ondanks de magere marktomstandigheden gunstig ontwikkelt, lijkt de financiële positie onder controle te zijn. Wij schrijven de forse koersdruk mede toe aan zorgen omtrent een eventuele aandelenemissie. Dit lijkt echter niet aan de orde. Het mag als een teken van vertrouwen worden gezien dat Kendrion ook over 2023 de helft van de nettowinst als (keuze)dividend uitkeert (€ 0,45 per aandeel, tegen nog € 0,72 over 2022). Banken zijn daar ook niet voor gaan liggen.

Vooruitzichten

Kendrion voorziet ook voor de eerste helft van 2024 lastige marktomstandigheden. Voor de tweede jaarhelft lonkt evenwel verbetering. Het management is dan ook positief over de toekomst. Dit is gebaseerd op een groeiende projectpijplijn in Automotive E en een terugkeer naar gezonde winstgevendheid bij de industriële remmen alsmede een aanhoudend betrouwbare prestatie bij cashcow IAC. Beleggers mogen ook niet uit het oog verliezen dat Kendrion niet heeft stilgezeten en meerdere maatregelen heeft genomen om het kostenniveau aan te passen aan de snel gewijzigde omstandigheden bij industriële remmen. Zo is in de Duitse fabrieken voor industriële remmen arbeidstijdverkorting, de zogenaamde 'Kurzarbeit', ingevoerd. De positieve effecten van de genomen kosten- maatregelen zullen we in de eerste helft van dit jaar terugzien. Hoewel de Chinese economie moeizamer draait, wint Kendrion in China wel de meeste Automotive E projecten. China is immers het snelstgroeiende land voor E-cars. En ook voor industriële toepassingen liggen er in China grote kansen.

KENDRION

CHINA LEADS ELECTRIFICATION BEV and PHEV: million units of production



Source: S&P Global Jan 2024

KENDRION presentation 18

Conclusie

Kendrion houdt nog steeds vast aan de financiële doelstellingen voor 2025. Dat impliceert een autonome omzetgroei van gemiddeld 5% over de jaren 2019-2025, een ebitda-marge van minstens 15% en een rendement op geïnvesteerd vermogen van ten minste 25%. Hoewel Kendrion er dus nog niet is, is dit bij genormaliseerde marktomstandigheden zeker niet onhaalbaar. Zo kenden de industriële activiteiten over 2022 al een genormaliseerde ebitda-marge van 17,2% en door alle efficiëncyslagen bij de automotieve onderdelen kan ook daar de marge nog flink herstellen. Voortgedreven door de mondiale verschuiving naar elektrificatie en schone energiebronnen zijn er vooral op de wat langere termijn dus goede groeimogelijkheden. Zaak is natuurlijk wel dat Kendrion financieel solide door de dip heen komt en ook weer volop kan profiteren van het herstel. Kendrion zelf is van dat laatste overtuigd en ook Aberfeld heeft daar vertrouwen in en adviseert beleggers nog steeds om op dit niveau stukken op te pakken. Op de achtergrond

kijkt ook grootaandeelhouder Teslin (21,3%-belang) verbeten naar de koersval. Teslin zocht onlangs nog de media op met de mededeling dat ze regelmatig worden benaderd door potentiële kopers voor Kendrion. Teslin heeft echter aldoor nadrukkelijk gezegd dat de beurskoers dan wel een stuk hoger moet liggen. De beurswaardering en de werkelijke waarde van een bedrijf kunnen ver uit elkaar liggen. Eerder noemden wij als minimale overnameprijs al een bedrag van € 20,50, wat bij meer zicht op markttherstel zomaar in beeld kan komen. Het grootste risico is een langdurige zwakke economie, waardoor de schuld alsnog gaat knellen.

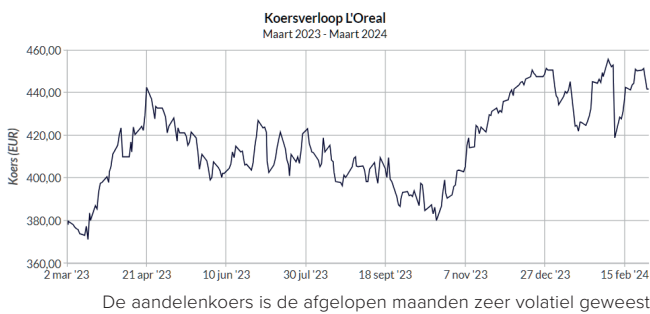
Fundamentele kenmerken Kendrion

ISIN:	NL0000852531
Symbool:	KENDR
Koers:	€ 12,30
Hoogste koers 52 weken:	€ 19,60
Laagste koers 52 weken:	€ 10,66
Aantal uitstaande aandelen:	15,2 miljoen
Marktkapitalisatie:	€ 187 miljoen
Wpa 2023 (genormaliseerd):	€ 0,91
Tax. wpa 2024:	€ 1,00
Koers-winstverhouding 2024:	12,3
Dividend 2023:	€ 0,45
Tax. dividend 2024:	€ 0,50
Dividendrendement:	4,1%
Eigen vermogen per aandeel:	€ 11,32
Publicatie cijfers eerste kwartaal 2024:	7 mei 2024



L'Oréal geeft geur en kleur aan portefeuille

L'Oréal realiseerde voor het derde achtereenvolgende jaar een dubbelcijferige omzetgroei. Alle divisies van het Franse cosmeticaconcern droegen daaraan bij. Wel vielen de prestaties in Azië tegen en leidden ertoe dat de aandelenkoers daalde. Wij denken dat een beetje parfum over de prestaties van L'Oréal voldoende zal zijn voor beleggers om zelfverzekerder te zijn over hun investering in het cosmeticaconcern.



Over het afgelopen jaar steeg de omzet van L'Oréal met 7,6% tot €41,8 miljard. Op organische basis bedroeg de omzetgroei 11% en het was het derde opeenvolgende jaar dat het resultaat in de dubbele cijfers uitkwam. In de belangrijkste afzetmarkt Europa werd 32% van de omzet behaald.

Verder kwam 27% van de omzet uit Noord-Amerika en 26% uit Noord-Azië. Van de totale omzet kwam 40% uit de verkoop van huidverzorgingsproducten, 23% uit haarverzorging, 20% uit make-up, 13% uit parfum en 4% uit overige producten.



Op divisieniveau was Dermatological Beauty met een omzetgroei van 25,5% tot €6,4 miljard de grootste stijger. Het was het zesde opeenvolgende jaar dat de omzetgroei van deze divisie dubbelcijferig was. La Roche-Posay droeg flink bij aan de resultaten dankzij de verkopen van zonnebrandcrème UVMune400. Bij de divisie Consumer Products nam de omzet met

8,2% toe naar €15,2 miljard en het was daarmee qua omzet de grootste divisie. Alle vier de belangrijkste merken groeiden met dubbele cijfers, waarbij L'Oréal Paris de omzetgrens van €7 miljard passeerde. Make-up leverde de grootste bijdrage aan de groei van de divisie. Het onderdeel Professional Products realiseerde een omzetgroei van 4% tot €4,6 miljard. De strategie om te groeien in haarverzorgingsproducten en nieuwe markten te veroveren lijkt zijn vruchten af te werpen. De resultaten werden ondersteund door het succes van het haarverzorgingsmerk Kérastase, dat door diverse beroemdheden wordt aangeprezen. De luxedivisie van L'Oréal noteerde een omzetstijging van 2% tot €14,9 miljard. Ondanks de moeilijker economische omstandigheden blijken consumenten bereid om duurdere parfums van merken als Yves Saint Laurent en luxe huidverzorgingsproducten van Helena Rubinstein te kopen. In de Verenigde Staten profiteerde L'Oréal van nieuwe distributiekanaalen. Zo worden de luxemerken sinds vorig jaar via Amazon verkocht. Verder werd de divisie versterkt met Aēsop, het Australische luxemerken dat in april voor \$2,5 miljard van Natura & Co werd overgenomen.

De verkopen van L'Oréal in Azië waren de grootste tegenvaller. Hoewel de divisie van professionele producten in deze regio een positief momentum kende, kromp de omzet in Noord-Azië met 5,9% tot €10,6 miljard. Het cosmeticaconcern ondervindt hinder van de beleidswijziging met betrekking tot daigou-goederen. Chinese individuen of agentschappen die goederen importeren voor wederverkoop vallen onder daigou. Zij hebben de afgelopen jaren te maken gekregen met verhogingen van de douanerechten en strengere regels voor online verkoop van daigou-goederen.

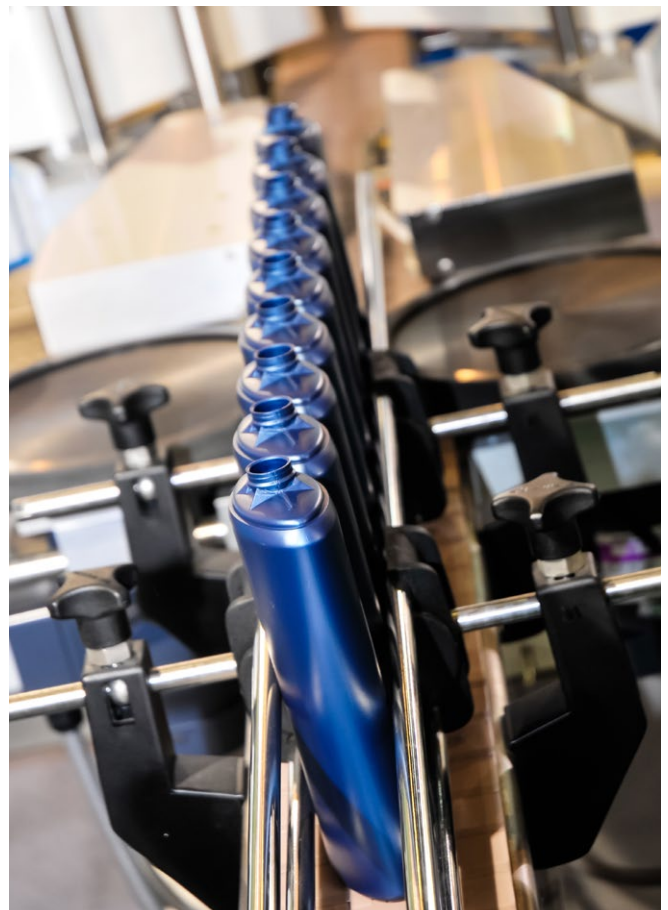
L'Oréal heeft voorgesteld om over 2023 een dividend uit te keren van €6,60, wat een stijging van 10% zou betekenen ten opzichte van het dividend dat over 2022 is uitgekeerd.

Zelfverzekerd over toekomst

L'Oréal heeft vertrouwen dat de resultaten ook dit jaar verbeteren. Het moet kunnen profiteren van het feit dat er voor de wereldwijde cosmeticamarkt net als de afgelopen jaren, met uitzondering van 2020 toen de coronapandemie ervoor zorgde dat de cosmeticamarkt met 8% kromp, een groei wordt verwacht van 5%. L'Oréal wil vooral groeien in opkomende markten, waar zich volgens het bedrijf één miljard potentiële klanten bevinden. Het afgelopen jaar realiseerde L'Oréal in opkomende markten een omzet van €6,4 miljard.

In januari verwierf L'Oréal via zijn investeringsfonds BOLD een minderheidsbelang in Timeline, een Zwitsers biotechnologiebedrijf dat een gepatenteerd molecule heeft ontwikkeld die verouderende mitochondriën verjongt. Met de investering hoopt L'Oréal een product in handen te krijgen dat het verouderingsproces van huid en haar kan vertragen. Ook nam L'Oréal via zijn investeringsfonds een minderheidsbelang in To Summer, een luxe Chinees parfummerk. Verwacht wordt dat de Chinese parfummakrt tot en met 2027 jaarlijks met gemiddeld 13,4% groeit. Een van de groeimotoren van L'Oréal voor de komende

jaren moet de luxedivisie worden. Daarvoor tekende L'Oréal begin februari een overeenkomst met Miu Miu voor de productie, ontwikkeling en distributie van luxueuze schoonheidsproducten voor het merk. Miu Miu is opgericht door Miuccia Prada, de kleindochter van het wereldberoemde modehuis. De eerste parfums uit deze samenwerking worden naar verwachting in 2025 gelanceerd. Naast cosmetica richt L'Oréal zich steeds meer op andere producten voor de schoonheidsbranche. Zo rondde het bedrijf begin dit jaar de overname af van Gjosa, een Zwitsers bedrijf dat is gericht op waterfractioneringstechnologie. In 2021 had L'Oréal via zijn investeringsfonds al een belang in Gjosa genomen. In datzelfde jaar brachten de bedrijven samen een professionele douchekop op de markt die kapsalons in staat stelt om het waterverbruik tot 69% te verminderen. In 2023 hebben meer dan 10.000 kapsalons in Europa en het Midden-Oosten deze duurzame douchekop aangeschaft en dit aantal moet groeien naar meer dan 200.000 salons wereldwijd. L'Oréal wil voor zowel consumenten als bedrijven nieuwe producten op de markt brengen die gebruikmaken van de technologie van Gjosa.



Kansen:

- Het cosmeticaconcern realiseert de helft van zijn omzet in snelgroeïende productcategorieën.
- De investeringen in nieuwe producten en technologieën zorgt voor een betere spreiding van de portefeuille.
- Een herstel van de Chinese consumentenmarkt zal de resultaten fors opkrikken.

Bedreigingen:

- Als de verkopen in Azië de komende kwartalen niet verbeteren zal dit het beleggersvertrouwen schaden.
- Cosmetica is een luxeproduct en in geval van een economische recessie zullen consumenten hier al snel op bezuinigen.
- De aandelenkoers is de afgelopen maanden vrij volatiel geweest en staat rond het hoogste niveau van de afgelopen twaalf maanden.

Conclusie

De aandelenkoers heeft zich inmiddels redelijk hersteld van de koersdaling die volgde op de teleurstellende jaarcijfers. Wij denken dat L'Oréal goed is gepositioneerd om de komende jaren sneller te groeien dan de concurrentie. Op 18 april brengt L'Oréal de verkoopcijfers over het eerste kwartaal naar bui-

ten, die door moeilijker marktomstandigheden in Noord-Azië tegen kunnen vallen. Wij verwachten dat de resultaten van L'Oréal in de tweede helft van het jaar gaan aantrekken en de aandelenkoers daarvan zal profiteren. Aberfeld is positief over het aandeel L'Oréal met een koersdoel van €475.

Auteur heeft op het moment van schrijven geen positie in L'Oréal.

Fundamentele kenmerken L'Oréal

ISIN-code: FR0000120321

Ticker: OR

Sector: Cosmetica

Beurs: Euronext Parijs

Marktkapitalisatie: €236,188 miljard

Vrij verhandelbare aandelen: 229,743 miljoen

Aantal uitstaande aandelen: 534,725 miljoen

Koers 1 maart: €441,15

Koers hoog afgelopen 12 maanden: €460,60

Koers laag afgelopen 12 maanden: €365,80

Koers-winstverhouding: 38,4

Dividendrendement: 1,5%



Specialist aan het woord

Het eerste kwartaal van 2024 is een goed kwartaal geworden voor aandelenbeleggers. Met name de technologie aandelen en defensiewaarden presteerden uitstekend, maar ook in andere sectoren zagen we de aandelen stijgen.

Dat aandelen zo in trek zijn, heeft verschillende oorzaken. Eén van de belangrijkste daarvan is de enorme liquiditeit die in de markt is. Alleen in Nederland bedroegen de banktegoeden op 1 januari 2024 al 576 miljard Euro. In 2023 zijn de tegoeden bij de banken toegenomen met € 14,9 miljard, hetgeen vergelijkbaar is met voorgaande jaren. Dit beeld zien we niet alleen in Nederland, maar ook in de rest van Europa en de VS. De stijging van de liquiditeit in de markt wordt o.a. veroorzaakt door gestegen lonen. In heel Europe en de VS zijn de inkomens flink gestegen en daarmee is de koopkracht omhoog gegaan.

Een andere factor die meeweegt in de stijging van de aandelenkoersen is uiteraard de resultaten van de beursgenoteerde bedrijven. Over het algemeen hebben we gezien dat de bedrijven in 2023 goed gepresteerd hebben. 70% Van de resultaten die gepubliceerd zijn, overtroffen de verwachtingen van analisten. De goede resultaten hebben geleid tot dividendverhogingen en een stijging van de inkoop van eigen aandelen. Met name deze laatste factor, inkoop eigen aandelen, zorgt ervoor dat aandelenkoersen stijgen; het aantal uitstaande aandelen neemt af, terwijl er veel vraag is.

De laatste factor die ik wil noemen, is de innovatie en bedrijvigheid. Met name in de technologie staan we voor een enorme revolutie op het gebied van Artificial Intelligence (AI). AI wordt steeds meer toegepast bij allerlei processen. Deze ontwikkeling laat de productiviteit toenemen en wordt een belangrijke factor in de groei van de economie. We kunnen vergelijkingen maken met eerdere periodes, waarbij de economie gestimuleerd werd door vernieuwingen in productiemethodes, communicatie enz. De aandelen van ondernemingen die actief zijn met AI zijn sinds 2023 aan een flinke opmars bezig en wij verwachten dat dit nog verder zal gaan. Door de oorlog in Oekraïne is de wereld wakker geschud en worden de defensiebudgetten opgetrokken. Dit leidt tot veel investeringen in militaire systemen. Er zijn bedrijven die direct van die vraag profiteren, maar ook de toe-

leveringsbedrijven en producenten van bijvoorbeeld metaal zien de bedrijvigheid toenemen.

Buiten de hiervoor genoemde factoren zijn er meer ontwikkelingen die gunstig zijn voor beleggen in aandelen. We zien de inflatiestijging afvlakken en dit maakt dat we later dit jaar renteverlagingen mogen verwachten. In het algemeen zijn wij bij Aberfeld international er van overtuigd dat de aandelen dit jaar verder gaan stijgen. Met name de Europese aandelen zijn lager gewaardeerd dan bijvoorbeeld Amerikaanse bedrijven. Als we alles in ogenschouw nemen, dan is het beleggen in aandelen, met het accent op Europa, momenteel de beste keus voor uw vermogen.

Komende maand krijgen we de eerste kwartaalcijfers van 2024 te zien. We kunnen onze huidige aandelen allocatie dan opnieuw toetsen aan de resultaten van de ondernemingen, waarin wij hebben belegd. De verwachtingen zijn hoog gespannen, wij gaan uit van goede bedrijfsresultaten en zien dan ook zeker nog ruimte genoeg voor een verder stijging van de aandelenkoersen.

**Hartelijke groet,
André van Eerden**



Na afwijzing overnamebod is de koers Renewi weer terug bij af: kopen?

Het aandeel van recyclingbedrijf Renewi noteerde afgelopen oktober iets boven de €6 oftewel 500 pence, toen het Australische investeringsfonds Macquarie een bod uitbracht van 775 pence per aandeel, op dat moment een premie van 52% op de laatste koers. Het bestuur van Renewi verwierp dit bod, waarop Macquarie het bod verhoogde naar 810 pence. Ook dit bod werd verworpen, waarop Macquarie zich terugtrok. Beleggers reageerden teleurgesteld, de koers viel terug, en is nu bijna weer helemaal terug bij af. Het overnamebod van Macquarie suggereert echter een aanzienlijke onderwaardering van Renewi op de huidige koers. Hier zou dan ook wel eens sprake kunnen zijn van een aantrekkelijk instapniveau.



Profiel

Renewi is begin 2017 ontstaan, toen de Britse Shanks Group met het Nederlandse Van Gansewinkel fuseerde. Deze bedrijven vulden elkaar goed aan, aangezien Van Gansewinkel vooral een inzamelaar van afval was, en de Shanks Group een afvalverwerker. Met deze fusie kreeg het nieuwe bedrijf met name in Nederland en België een bijzonder sterke positie. Daarnaast is het ook actief in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Portugal. Renewi verwerkt enorme hoeveelheden; over gebroken boekjaar 2023 werd maar liefst 11 miljoen ton afval verwerkt tot 7 miljoen ton herbruikbaar, gerecycled materiaal. Dat komt neer op een recyclingpercentage van zo'n 64%. Het gaat daarbij om hout, mineralen, plastic, metalen, papier & karton, en glas. Hiermee levert het bedrijf een belangrijke bijdrage aan de zogenaamde circulaire economie. Om die reden wordt het gezien als een bijzonder duurzaam bedrijf, wat diverse voordelen heeft. Zo kan het bedrijf tegen relatief lage rentes geld lenen, waarover zo meer. Renewi maakt bij zijn rapportage onderscheid tussen drie divisies.

Divisies

Let op: de boekjaren zijn gebroken, en lopen van 1 april tot en met 31 maart.

Renewi kent de volgende divisies:

1. Commercial Waste;

2. Mineralz & Water;
3. Specialties.

De divisie Commercial Waste is met een bijdrage aan de omzet van 72% (2023) het grootst, gevolgd door Specialties met 18%, en Mineralz & Water met een bijdrage van 10%. De Commercial Waste divisie is niet alleen het grootst, maar met een winstmarge (in termen van genormaliseerde ebit) van 9,2% ook het meest winstgevend, gevolgd door Specialties met 4,9%, en Mineralz & Water met een winstmarge van 0,3%. In tabel 1 is te zien dat de omzet in de afgelopen vier jaar een gestage groei laat zien, waarbij de uitbraak van het coronavirus slechts een beperkte negatieve impact heeft gehad in boekjaar 2021. Daarna trad een sterk herstel op van de omzet, waarbij tegelijkertijd de winstmarge steeg. Tevens is te zien dat het bedrijf een hoge operationele kasstroom heeft, als gevolg waarvan de vrije kasstroom al vijf jaar op rij positief is. Dit is een belangrijke reden dat zowel obligatiebeleggers als banken graag aan dit soort bedrijven lenen.



(in miljoen euro)	2020	2021	2022	2023
Periode tot en met	31-03-20	31-03-21	31-03-22	31-03-23
Omzet	1775	1694	1869	1892
Omzetgroei	+1%	-4%	+6%	+8%
Genormaliseerde ebitda	203	196	263	256
Ebitda-marge	11%	12%	14%	14%
Genormaliseerde ebit	88	73	134	133
Genormaliseerde ebit-marge	5%	4%	7%	7%
Operationele winst	-28	36	124	121
Rentebaten	12	11	10	11
Rentelasten	-44	-38	-38	-39
Belastingen	-1	-5	-20	-27
Nettowinst aandeelhouders	-78	6	75	63
Nettowinst per aandeel	negatief	€0,07	€0,93	€0,79
Operationele kasstroom*	+141	+161	+240	+212
Vrije kasstroom	+58	+146	+61	+40
Nettoschuld/ebitda	3,0x	2,2x	1,4x	1,8x

Tabel 1: Cijferontwikkeling over de afgelopen vier jaar. *vóór mutaties werkkapitaal

De financiële positie

In tabel 2 is te zien dat het eigen vermogen lager is dan de waarde van de immateriële activa. Dat betekent dat de materiële boekwaarde negatief is. De totale (lease)schuld komt uit op €762 miljoen, bij een kaspositie van €74 miljoen. Daarmee bedraagt de nettoschuld €688 miljoen. De nettoschuld volgens de definitie van de banken komt met €383 miljoen aanzienlijk lager uit, omdat onder andere de leaseverplichtingen dan niet meegeteld hoeven te worden. Zodoende komt de nettoschuld/ebitda-ratio uit op 2,1x. Dat is ruim binnen de bankconvenanten, die maximaal 3,5x toelaten. Het voelt te ver om te spreken van een solide balans, maar gezien de hoge operationele kasstroom is de kwaliteit van de balans ruim voldoende.

Schuldenstructuur

In tabel 3 is de opbouw van de schulden te zien. Het bedrijf heeft de beschikking over een doorlopende kredietfaciliteit ter hoogte van €400 miljoen, en daarvan is slechts €85 miljoen opgenomen. Dat betekent dat er nog ruim €300 miljoen aan extra liquiditeiten beschikbaar is. Zo'n 85% van de leningen is vastrentend, en daar wordt gemiddeld 3,3% rente over betaald. Dit illustreert het feit dat Renewi als duurzaam

bedrijf tegen relatief lage rentes geld kan lenen, zoals eerder gezegd.

Cijfers eerste halfjaar en trading update derde kwartaal

De cijfers over het eerste halfjaar van gebroken boekjaar 2024, die afgelopen november werden gepubliceerd, waren zoals verwacht: een 2% lagere omzet van €937 miljoen, en een 14% lagere aangepaste ebitda van €114 miljoen. De aangepaste ebit-marge daalde met 2,5% naar 5,4% en de nettowinst kwam uit op €35 miljoen.

Bij de trading update afgelopen januari maakte het management geen financiële details bekend, maar liet weten dat uit de resultaten over het derde kwartaal blijkt dat de lastige marktomstandigheden nog niet voorbij zijn. De kostenbesparingsprogramma's beginnen wel hun vruchten af te werpen, waardoor een aanzienlijk deel van de winsterosie wordt gecompenseerd. Hoewel de resultaten in het tweede halfjaar beter zullen zijn dan die in het eerste halfjaar, zullen de resultaten over het hele jaar onder de marktconsensus uitkomen.

(in miljoen euro)	ACTIVA	PASSIVA	
Kas	74	142	Korte (lease)schuld
Debiteuren	273	501	Crediteuren
Overig	39	74	Overig
Vlottende activa	386	717	Vlottende passiva
PPE	620	620	Lange (lease)schulden
Immateriële activa	639	280	Voorzieningen
Right-of-use assets	245		
Overig	192	81	Overig
Vaste activa	1696	981	Vaste passiva
		12	Overige belangen
		372	Eigen vermogen
Totaal activa	2082	2082	Totaal passiva

Tabel 2: Balans per 30 september 2023

Taxaties en waardering

In tabel 4 zijn de taxaties tot en met gebroken boekjaar 2026 te zien. Op basis van de taxatie voor 2026 komt de koers-winstverhouding uit op 6,2x en de EV/ebitda multiple op 4,2x. Er wordt op het moment geen dividend uitgekeerd, maar het management heeft aangekondigd weer dividend te gaan uitkeren.

Conclusie: kopen op koersen tussen de 500 en 550 pence

Op basis van de zojuist genoemde waarderingmultiples is het bedrijf aantrekkelijk gewaardeerd te noemen. Daarbij moet wel rekening worden gehouden met de relatief hoge schuldenlast. Wij zijn echter van mening dat deze weinig problemen zal opleveren, omdat in de praktijk is gebleken dat obligatiebeleggers in de rij staan om te lenen aan duurzame bedrijven, zeker in het geval van Renewi, dat ook nog eens een hoge operationele kasstroom heeft. De markt is op dit moment weliswaar zwak, maar vanwege de

lopende kostenbesparingsprogramma's zal dit naar verwachting geen negatieve impact hebben op de financiële positie. De verlaagde kostenbasis betekent ook dat zodra de markt verbetert, de winsten extra snel kunnen stijgen. We geven dan ook een koopadvies. Als voorlopig koersdoel kan tussen de €8 en €9, oftewel rond de 800 pence, worden aangehouden. Aangezien Renewi veel kenmerken heeft van een compounder, zijn op lange termijn ook wel hogere koersen mogelijk. Naast de hoofdnotering in Londen, heeft het bedrijf sinds 2020 ook een notering in Amsterdam in euro. Daarbij moet wel worden aangegeven dat de liquiditeit in Amsterdam wat lager is, en we raden uitdrukkelijk aan om daar een scherpe limiet mee te geven en niet als een dolleman te kopen. Londen zou een voorkeur mogen hebben dus.

Auteur heeft op het moment van schrijven een kooporder ingelegd met een limiet.

	Rente	Hoofdsom	Einddatum
Kredietfaciliteit	variabel	€400 miljoen	2028
2027 Bond	3,0%	€125 miljoen	2027
2024 Bond	3,0%	€75 miljoen	2024
EUPP	2,3% - 4,7%	€70 miljoen	2023-2029
Overige leningen	3,6% - 4,2%	€35 miljoen	2027-2032
Totaal		€705 miljoen	

Tabel 3: Schuldenstructuur

(in miljoen euro)	2024T	2025T	2026T
Periode tot en met	31-03-24	31-03-25	31-03-26
Omzet	1900	1980	2050
Omzetgroei	+1%	+4%	+4%
Genormaliseerde ebitda	230	256	288
Ebitda-marge	12%	13%	14%
Nettowinst	64	72	84
Nettowinst per aandeel (€)	€0,80	€0,90	€1,05
Nettowinst per aandeel (pond)	68 pence	76 pence	89 pence
Koers-winstverhouding	8,1x	7,2x	6,2x
EV/ebitda multiple	5,2x	4,7x	4,2x

Tabel 4: Taxaties tot en met boekjaar 2026

Belangrijke aandeelhouders

Avenue Europe: 8,2%
 Paradice Investment: 4,8%
 Coast Capital: 6,0%
 Spice One Investment: 5,6%
 Janus Henderson: 3,8%
 Black Rock: 3,6%
 Bank of America: 3,1%
 Value8 NV: 2,4%

Kerngegevens (notering Amsterdam)

Naam: Renewi plc
 Ticker: RWI of RWI.AS
 Beurs: Euronext Amsterdam
 ISIN: GB00BNR4T868
 Koers 13 februari: €6,54
 52-weeks laag: €5,30
 52-weeks hoog: €8,68
 Website www.renewi.com

Kerngegevens (notering Londen)

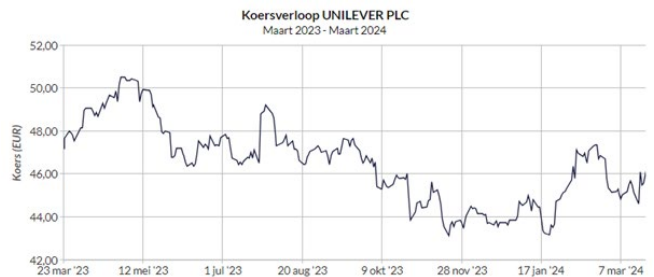
Naam: Renewi plc
 Ticker: RWI of RWI.L
 Sector: Industrie
 Beurs: London Stock Exchange (LSE)
 ISIN: GB00BNR4T868
 Koers 13 februari: 549 pence
 52-weeks laag: 446 pence
 52-weeks hoog: 749 pence
 Aantal uitstaande aandelen: 80 miljoen stuks
 Koers GBP.EUR: 1,176
 Marktkapitalisatie: €516 miljoen (439 miljoen pond)
 Kaspositie: €74 miljoen
 Totale schuld: €762 miljoen
 Nettoschuld: €688 miljoen
 Enterprise value (EV): €1204 miljoen
 Eigen vermogen: €372 miljoen
 Eigen vermogen per aandeel: 3,96 pence
 Koers/eigen vermogen: 1,4x
 Materiële boekwaarde: negatief
 Dividend per aandeel: 0,0 pence

Unilever blijft een goede belegging.

De afgelopen jaren bereikte de relatie tussen Unilever en de aandeelhouders een ijskoud dieptepunt. De poging van het levensmiddelenconcern om de gezondheidsdivisie van GlaxoSmithKline in te lijven viel in slechte aarde, terwijl de aandelenkoers achterbleef op die van de belangrijkste sectorgenoten. Met een nieuwe top en de afsplitsing van de ijsdivisie hoopt Unilever weer in de smaak te vallen bij beleggers.

Een jaar geleden leek Unilever een stuurloos schip. Na het vertrek van topman Alan Jope maakte financieel bestuurder Graeme Pitkethly bekend per mei 2024 te willen vertrekken. Ook moest president-commissaris Nils Andersen het veld ruimen. Deze kopstukken waren betrokken bij Unilever's mislukte overname van de gezondheidsdivisie van GlaxoSmithKline. Na drie overnamepogingen en een eindbod van €60 miljard dat wederom werd afgewezen door GSK, besloot Unilever zich terug te trekken. Naast Jope en Pitkethly stapte Matt Close op als topman van de ijsdivisie, die al jarenlang ondermaats presteert. Close is opgevolgd door Peter ter Kulve, die voorheen de topman was van de divisie Home Care. Verder vertrok Conny Braams, die verantwoordelijk was voor de digitale en commerciële activiteiten van Unilever. Zij werd begin dit jaar opgevolgd door Esi Eggleston Bracey, die sinds 2018 werkzaam is bij Unilever en onder andere de Amerikaanse gezondheidsdivisie leidde. De nieuwe president-commissaris is Ian Meakins, die zijn sporen heeft verdiend bij de Engelse bouwmarktketen Wolseley en de afgelopen jaren toezicht hield bij Rexel en Compass Group. Begin dit jaar trad Fernando Fernandez aan als de nieuwe financieel topman van Unilever. Hij was sinds 2022 verantwoordelijk voor de verzorgingsdivisie en heeft een sterke financiële achtergrond. De opvolger van Jope werd gevonden bij FrieslandCampina. Hein Schumacher leidde het zuivelconcern sinds 2018 door enkele roerige jaren. Drie weken na zijn officiële aanstelling bij Unilever legde Schumacher tijdens de presentatie van de tweedekwartaalcijfers in juli direct de vinger op de zere plek. De verkopen van de belangrijkste merken moesten verbeteren om zo de groei van het bedrijf te versnellen en de aandeelhouderswaarde op te krikken.

In het actieplan dat de topman in oktober presenteerde werden drie speerpunten gepresenteerd. Allereerst gaat Unilever de focus leggen op de dertig belangrijkste merken, die gezamenlijk goed zijn voor 70% van de totale omzet. Daarvoor investeert het bedrijf in zijn belangrijkste onderdelen en doet het



Bron: Beursgenoten. De aandelenkoers van Unilever is langzaam afgegleden

geen grote overnames. Verder wil Schumacher de productiviteit verhogen en ten slotte streeft hij naar een prestatiecultuur bij Unilever. Verder werd aangekondigd dat het merk Dollar Shave Club voor een onbekend bedrag is verkocht aan Nexus Capital Management. De scheermesjesverkoper werd in 2016 nog door Unilever ingelijfd voor \$1 miljard. De mogelijkheid om andere onderdelen te verkopen werd destijds door Schumacher van de hand gewezen. In februari maakte de topman tijdens de presentatie van de vierde kwartaalcijfers een draai. Omdat de onderliggende omzetgroei achterblijft bij de verwachtingen en het marktaandeel verder is afgenomen, zou het best mogelijk kunnen zijn dat er activiteiten van de hand worden gedaan. Met name de ijsverkopen van merken als Ben & Jerry's, Magnum en Cornetto stelden in het vierde kwartaal wederom teleur. Schumacher zei echter dat hij eerst wilde zien of Peter ter Kulve in staat is om het tij bij de divisie te keren.

Afsplitsing ijsdivisie

Op 19 maart maakte Unilever bekend dat het zijn ijsdivisie toch gaat afsplitsen. Volgens Schumacher moet deze ingreep helpen om de groei van de andere onderdelen te versnellen. Er werd nog geen verdere informatie over de afsplitsing gegeven. Zo kan de ijsdivisie apart naar de beurs worden gebracht maar de ijsdivisie zou ook door een andere partij kunnen worden overgenomen. De omzet van de ijsdivisie bedraagt €7,9 miljard en de waarde zou liggen tussen €10-15 miljard, wat neerkomt op 15% van de totale marktkapitalisatie van Unilever. Volgens de Financial Times zouden de eerste gesprekken met private-equitypartijen, waaronder CVC, over hun



mogelijke interesse in de ijsdivisie hebben plaatsgevonden. Na afsplitsing bestaat Unilever uit de divisies Schoonheid & Welzijn, Persoonlijke verzorging, Huishoudelijke artikelen en Voeding. Volgens persbureau Bloomberg denkt Unilever ook na over de verkoop van zijn meerderheidsbelang in Qinyuan Group, een Chinese fabrikant van apparatuur om water te zuiveren. Het belang in Qinyuan werd in 2014 voor een onbekend bedrag verkregen en vertegenwoordigt nu een waarde van ongeveer \$300 miljoen. Verder kondigde Unilever aan in de kosten te snijden en worden er de komende drie jaar 7.500 banen geschrapt. Dit zogenoemde productiviteitsprogramma moet leiden tot een kostenbesparing van €800 miljoen. De afslankstrategie lijkt ingegeven door de activistische aandeelhouder Nelson Peltz, die in 2022 een bestuurszetel bemachtigde bij Unilever. Voor Schumacher is Peltz geen onbekende. Zij werkten eerder al samen bij Heinz, dat destijds op aanraden van Peltz fuseerde met Kraft Foods.

Kansen:

- De afsplitsing van de ijsdivisie zorgt voor een verbetering van de marges.
- Het nieuwe topmanagement krijgt de ruimte om de organisatiestructuur te verbeteren.
- De aandelenkoers staat nog fors lager dan die van de concurrentie.

Bedreigingen:

- De afsplitsing en reorganisatie zorgen ervoor dat de kosten op korte termijn oplopen.
- De gecreëerde waarde van eerdere grote desinvesteringen viel veelal lager uit dan verwacht.
- De prestaties blijven vooralsnog achter bij die van de concurrentie en het marktaandeel neemt af.

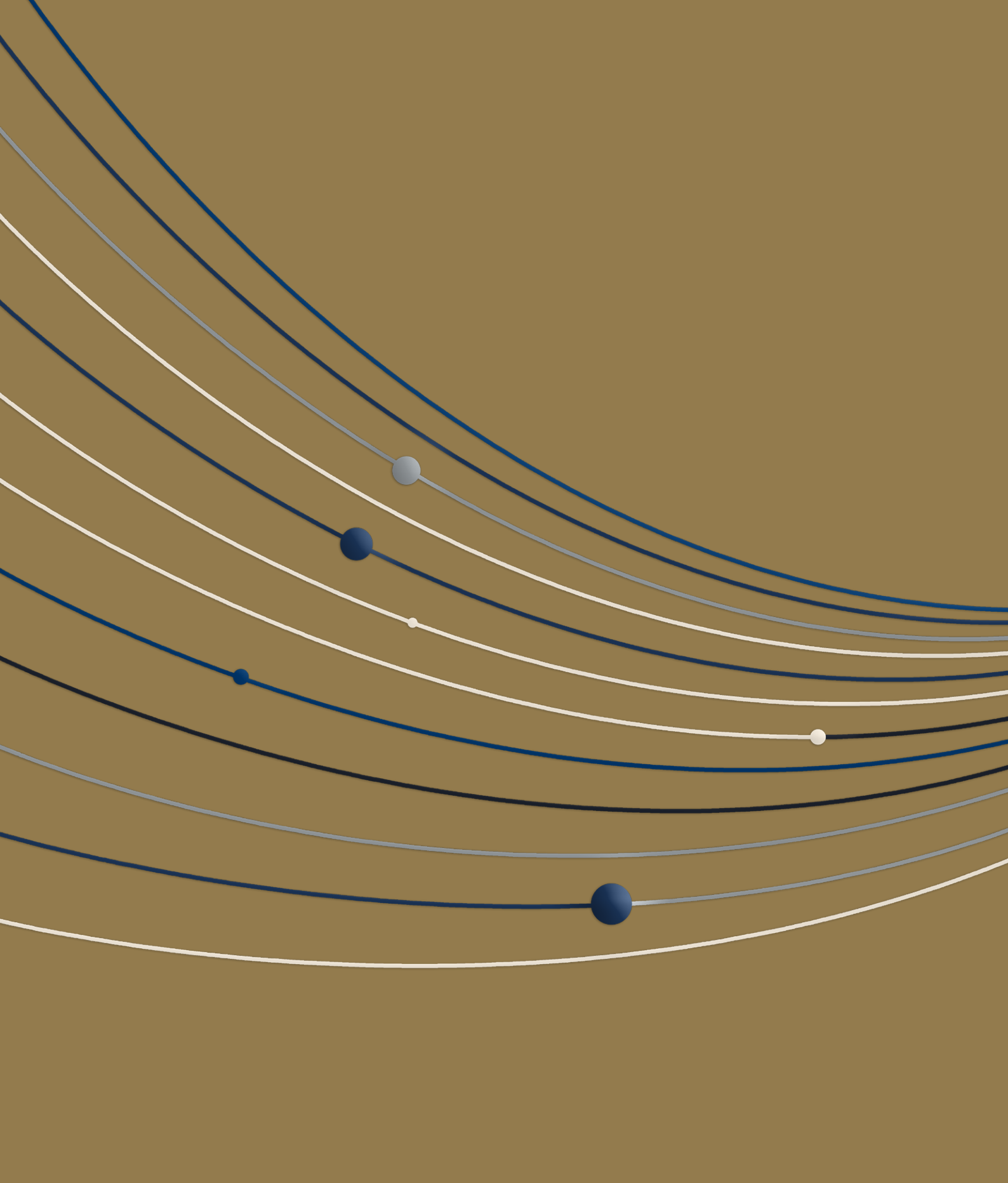
Conclusie

Het nieuwbakken management van Unilever haalt duidelijk de stofkam door de organisatie. Aberfeld is tevreden met het besluit van het levensmiddelenconcern om de ijsdivisie af te splitsen. De marges op ijs zijn relatief laag en het geeft de top van het bedrijf de mogelijkheid om de resultaten op een eenvoudige manier te optimaliseren. Wel moet Unilever laten zien dat het afstoten van de activiteiten ervoor zorgt dat de groei van de overgebleven onderdelen versnelt, een belofte die in het verleden meermaals werd gedaan maar zelden werd waargemaakt. Deze onzekerheid over de toekomstige prestaties zorgt ervoor dat Aberfeld terughoudend blijft over Unilever, ondanks dat het aandeel wordt verhandeld op een korting van 30% ten opzichte van de belangrijkste concurrenten. Wij houden de aandelen stevig vast en zijn vol vertrouwen dat Unilever verbetering in de groei laat zien.

Auteur heeft op het moment van schrijven geen positie in Unilever.

Fundamentele kenmerken Unilever

ISIN-code:	GB00B10RZP78
Ticker:	UNA
Sector:	Levensmiddelen
Beurs:	Euronext Amsterdam
Marktkapitalisatie:	€96,90 miljard
Vrij verhandelbare aandelen:	2,426 miljard
Aantal uitstaande aandelen:	2,502 miljard
Koers 22 maart:	€46,14
Koers hoog 52 weken:	€44,83
Koers laag 52 weken:	€36,72
Koers-winstverhouding:	17,7
Dividendrendement:	3,8%



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

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