



## INHOUD

<b>Analyse</b>	<b>90-91</b>
Opkomende markten	
<b>Aandelen</b>	<b>92-97</b>
AholdDelhaize + Telenet	
Umicore + X-Fab	
Pharming + Shell	
Volkswagen	
Amazon + Chevron	
Sandstorm Gold	
<b>Lezersvraag</b>	<b>98</b>
Greenyard	
<b>Technische analyse</b>	<b>99</b>
<b>Alternatief</b>	<b>100</b>
Opties: Shell	
Derivaten: alternatieve energie	
<b>Obligaties</b>	<b>101</b>
Actua + tabel	
<b>Portefeuille</b>	<b>102-103</b>
Disney	
<b>Tip van de week</b>	<b>104</b>
Mosaic	

## DE KOMENDE DAGEN OP WWW.TRENDS.BE/BELEGGEN

U mag analyses verwachten over:

- Alibaba
- Agnico-Eagle Mines
- Atenor
- EVS
- LVMH

**CHAT MEE OP DINSDAG EN  
DONDERDAG** van 12 tot 13 UUR

**PODCAST: HET GVV-TRANENDAL**

**AANDELEN IN DE KIJKER:  
DISNEY EN UMICORE**

### DISCLAIMER

Nadruk verboden op welke wijze dan ook. Informatie is afkomstig van betrouwbare bronnen, maar zonder verantwoordelijkheid voor misgelopen winst of verlies bij het gebruik van die informatie.



## VOORWOORD

# Het vastgoedtranendal

**V**an de hemel naar de hel. Zo mogen we de situatie van de aandeelhouders van gereglementeerde vastgoedvennootschappen (gmv's) omschrijven. De gemiddelde returns (koersstijgingen plus dividenden) van de gmv's overstegen vele jaren ruimschoots de returns van een belegging in de Bel-20. Maar de jongste jaren is het een ander verhaal. Het voorbije jaar liepen de koersverliezen bij heel wat gmv's stevig op. De uitgekeerde dividenden milderen het verlies nog tot -9,9 procent gemiddelde return voor de zestien resterende gereglementeerde gmv's op Euronext Brussel. Dat is nog een stuk zwakker dan de Bel-20 (-6,5%). Voor al die kommer en kwel is maar één boosdoener: de stijgende rente. De hoofdoorzaak is zeker niet dat de operationele prestaties minder sterk zijn dan vooropgesteld, of dat massaal sprake is van dividendverlagingen. Zover is het gelukkig nog niet gekomen. Al is er wel **Xior**,

dat zijn schuldgraad wil afbouwen en daarom een aantal desinvesteringen heeft gepland. Dat heeft het management ertoe gebracht de winsten en dividendverwachting voor dit jaar te verlagen.

## Premies werden kortingen

Nog twee andere factoren hebben tot die negatieve returns geleid. Vooreerst is een einde gekomen aan de voortdurende toename van de *net asset value* (nav, intrinsieke waarde). Zo groeiden bij **WDP**, de specialist in logistiek vastgoed, de winst en het dividend tot nu nog wel, maar de nav maakt pas op de plaats. Midden vorig jaar bedroeg die 21,3 euro per aandeel, tegenover 19,0 euro eind 2021. Maar eind 2022 was dat cijfer gezakt tot 20,7 euro en het zakte op 31 maart nog lichtjes tot 20,6 euro per aandeel. Dat wordt des te problematischer als de gmv geruime tijd met een serieuze premie tegenover die intrinsieke waarde heeft genoteerd. Laat dat

net het tweede element zijn dat de relatief zwakke koersprestatie van de afgelopen tijd mee verklaart. Begin 2022 noteerde WDP met een premie van ruim 100 procent tegenover de nav, in de veronderstelling dat die intrinsieke waarde jaar na jaar zou blijven stijgen. Dat is dus niet gebeurd, omdat vastgoedschaters een hogere rente in hun verdisconteringsvoeten moesten gebruiken.

De scherpe koersdalingen van de gmv's hebben dan ook vooral te maken met een forse afname van de premies tegenover de nav. Bij WDP is die in minder dan anderhalf jaar van 110 naar 30 procent gezakt. Een premie zoals bij

**Zolang de ECB de basisrente blijft verhogen, zullen de gmv's het moeilijk hebben om te schitteren.**

WDP is nu zelfs uitzonderlijk. Gemiddeld is de koers-nav verhouding geëvolueerd naar een korting van 18 procent tegenover de intrinsieke waarde. Op zich is dat zeer verheugend nieuws. Maar zolang de Europese Centrale Bank (ECB) de basisrente verhoogt, zullen de gmv's het moeilijk hebben om te schitteren. Pas als het duidelijk wordt dat er een pauze komt in de renteverhogingen, lijkt een rally van de gmv's mogelijk. Het voordeel is wel dat de combinatie van dalende beurskoersen en nog steeds stijgende dividenden de rendementen heeft opgedreven richting 6 procent, zodat bestaande posities in gmv's kunnen worden behouden tegen de huidige koersen. **t**

## Opkomende markten zijn de omweg waard

**B**elekken in opkomende markten is nog vrij jong. MSCI lanceerde in 1988 de eerste Emerging Markets Index, bestaand uit tien landen. Grote opkomende landen als China, Taiwan en India konden door gebrek aan transparantie of toegankelijkheid nog niet worden opgenomen. Sindsdien is er veel veranderd. De verwachting is dat opkomende markten de komende jaren relatief hard blijven groeien.

Die groei heeft de afgelopen decennia steeds meer beleggers aangetrokken. Aanvankelijk keken die vooral naar aandelen, en dat doen ze nog altijd. Maar het jongste decennium zijn ook obligaties, zowel in lokale als in harde valuta (vooral Amerikaanse dollar), populair geworden. De obligatiemarkten hebben een enorme ontwikkeling doorgemaakt. Aanvankelijk konden opkomende landen alleen in dollars lenen, maar dat gebeurt steeds meer in

lokale valuta, en lang niet meer alleen door overheden, ook door bedrijven. Zelfs grote westerse bedrijven geven in opkomende valuta leningen uit. Autofabrikanten die bijvoorbeeld veel naar China exporteren of in China produceren, hebben leningen in yuan uitgegeven.

### Beurstegenvallers

Ondanks de sterke groei van de opkomende landen is beleggen in die regio's niet altijd een succes geweest. Tussen 2000 en 2007 leverden de opkomende markten goede prestaties in vergelijking met de westerse markten. De MSCI Emerging Markets steeg in die periode zo'n 2,5 maal zo hard als de MSCI World, de index met de grootste 2.000 bedrijven uit de ontwikkelde landen. Vooral de vier grote markten – Brazilië, China, India en Rusland – groeiden hard. Jim O'Neill, toen de beleggingsstrategie van Golman Sachs, bedacht voor die vier landen



het acroniem BRIC, en grote Amerikaanse zakenbanken zetten vol op dat thema in. Nadat zowel opkomende als ontwikkelde markten het in de kredietcrisis zwaar te verduren hadden gekregen, zagen we vanaf het dieptepunt in februari 2009 een tegengestelde beweging. De MSCI World heeft het sindsdien bijna tweemaal zo goed gedaan als de MSCI Emerging Markets. De hoofdreden daarvoor is dat ontwikkelde regio's, Europa, Japan en de Verenigde Staten, op grote schaal monetair zijn gaan ondersteunen om de kredietcrisis te bestrijden, middels een beleid van extreem lage rentes en kwan-

titatieve verruimingen. Die mogelijkheden hadden de centrale banken van de meeste opkomende markten niet of veel minder ter beschikking. Dat losse monetaire beleid leidde op de ontwikkelde beurzen tot vermogensinflatie. Ook stelde het veel grote westerse bedrijven in staat op grote schaal aandelen in te kopen, gedeeltelijk door goedkope financiering via de obligatiemarkten. Voor de obligatiemarkten geldt een vergelijkbaar verhaal. De sinds de kredietcrisis sterk gedaalde rente stuwde de westerse obligatiemarkten op. Obligaties van opkomende markten in dollar konden nog wel een rede-

## DE BESTE FONDSSEN IN OPKOMENDE MARKTEN

Actief - Aandelen	Rendement in euro, geannualiseerd				Sharpe-ratio	ISIN-code
	1 jaar	3 jaar	5 jaar			
Robeco QI Emerging Markets Active Equities	-3,3%	9,6%	2,6%	0,73	LU0940007189	
JPMorgan Funds - Emerging Markets Equity Fund	-1,2%	1,7%	1,5%	1,9	LU0217576759	
<b>Passief - Aandelen</b>						
iShares MSCI Emerging Markets ETF	-4,0%	4,2%	0,4%	0,38	IE00B4L5YC18	
<b>Actief - obligaties harde valuta</b>						
Neuberger Berman Emerging Market Debt - Hard Currency Fund	-5,1%	-2,0%	0,9%	0,07	IE00B99K4563	
<b>Passief - obligaties harde valuta</b>						
iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	-3,6%	-1,6%	1,7%	0,81	IE00B2NPKV68	
<b>Actief - obligaties lokale valuta</b>						
Schroder International Selection Fund Emerging Markets Debt Absolute Return	2,1%	0,9%	2,2%	0,22	LU0339282898	
Pictet-Emerging Local Currency Debt	7,1%	4,1%	2,5%	0,52	LU0255798281	
<b>Passief - obligaties lokale valuta</b>						
iShares J.P. Morgan EM Local Currency Bond ETF	5,1%	-0,6%	-0,1%	-0,01	IE00B5M4WH52	

lijke prestatie neerzetten, omdat de dollar sinds de kredietcrisis per saldo de sterkste valuta ter wereld was. Maar rendementen van obligaties in lokale valuta (ongedekt) hebben, sinds beleggers daar ruim een decennium geleden ruime toegang toe kregen, nooit hun verwachting waargemaakt. De schade is overigens nog meegevallen, omdat de Chinese yuan nog goed overeind is gebleven door prudent monetair beleid van de Bank of China en omdat de Chinese autoriteiten de yuan als tweede reservemunt naast de dollar willen positioneren.

### Opsplitsing in blokken

De grote vraag is of de slinger weer een andere kant, die van de opkomende markten, op kan slaan. De voorspellingen van bekende analisten voor de opkomende markten, zowel voor aandelen als voor obligaties, zijn al een paar jaar gematigd positief. Maar onlangs heeft de coronacrisis roet in het eten gegooid. Enerzijds bleken ontwikkelde landen over krachtigere crisisbestrijdingsmiddelen te beschikken. Naast monetaire kwam er ook fiscale ondersteuning van de overheden. Anderzijds ontstond door corona, later versterkt door de inval van Rusland in Oekraïne en een mogelijke inval van China in Taiwan, een nieuwe geopolitiek omgeving: de wereld heeft zich opgedeeld in drie blokken: de Verenigde Staten, de Europese Unie en China, die economisch steeds meer autarkisch proberen te opereren. In de opkomende markten ontstaan ook weer drie blokken. Ten eerste de landen die

rijk zijn aan grondstoffen. Die hebben grosso modo kunnen profiteren van de gestegen grondstoffenprijzen. Gezien het vooruitzicht van verder stijgende grondstoffenprijzen, zijn de meeste van die landen voor de toekomst goed geïmponeerd. Daarnaast zijn er landen die geen of weinig grondstoffen produceren, maar die wel blijven handeldrijven met Rusland, ondanks de Oekraïne-oorlog. Dat is de grootste groep, want daar behoren de grootste drie opkomende landen toe: China, India en Indonesië. De roebel en renminbi worden in die groep steeds meer als reservevaluta gebruikt. De derde groep heeft noch grondstoffen, noch valuta die de Russen of Chinezen accepteren om handel mee te drijven. Daaronder vallen landen als Sri Lanka, Bangladesh, Pakistan en Turkije. Zij vallen nu buiten de boot. Maar dat wil niet zeggen dat ze geen interessante beleggingslanden kunnen worden. China of Rusland kan ze op eender welk moment als strategisch belangrijk bestempen. De valuta van die landen stonden de jongste tijd sterk onder druk, maar een verzwakking van de dollar kan positief voor ze zijn. Het punt is dat opkomende markten, zowel voor obligaties als voor aandelen, steeds meer een tactische visie van beleggers vergen, waardoor actieve beheerders die de juiste beslissingen nemen, toegevoegde waarde kunnen leveren tegenover passieve beleggingen. De opkomende markten zijn momenteel aantrekkelijk gewaardeerd. De koers-winstverhouding van de MSCI

Emerging Markets (op basis van de winsten van de afgelopen twaalf maanden) bedraagt 11,3, versus 17,7 voor van de MSCI World. De koers-boekwaarderatio is 1,7 versus 2,7 van de MSCI World. Historisch gezien liggen die ratio's net onder de langetermijngemiddelden.

### Het advies voor de opkomende markten blijft: zo goed mogelijk spreiden.

#### Drie redenen

Obligaties in opkomende markten hebben een decennium lang niet kunnen leveren wat beleggers ervan verwacht hadden. De hoofdoorzaak is vooral de sterke dollar geweest. Ook zijn beleggers meer over opkomende markten gaan twijfelen door de coronacrisis. Sinds dit jaar beginnen diverse lokale valuta te herstellen en er lijkt om drie redenen meer in het vat te zitten. Ten eerste komt door de grote schuldenpositie van de Verenigde Staten en de problemen in de banksector de dollar langzaam meer onder druk te staan. Een zwakke dollar betekent doorgaans stijgende valuta van opkomende landen. Ten tweede zijn de centrale banken in veel opkomende landen ook eerder de strijd aangegaan tegen de oplopende inflatie. Ze hebben in vergelijking tot bijvoorbeeld de Verenigde Staten en Japan lage schuldenposities. Ten derde zijn de lokale obligatiemarkten aan het veranderen, bijvoorbeeld middels kredietlijnen met China of het met eigen valuta kunnen kopen van grondstoffen uit Rusland. Opvallend is dat de volatili-

teit van Amerikaanse staatsleningen hoger is geworden dan die van de meeste opkomende markten. Dat komt de dollar ook niet ten goede. Doordat ook de euro en de yen hun eigen problemen kennen, zoeken centrale banken steeds meer diversificatie van valutareserves. De Chinese yuan is een van de gegadigden om die spreiding tot stand te brengen.

#### Hoe te beleggen?

Er zijn eigenlijk geen argumenten waarom een belegger niet minimaal een neutrale weging in de opkomende markten zou hebben, al is het maar vanuit het oogpunt van nog meer spreiding. De correlatiecoëfficiënt tussen de rendementen van opkomende en ontwikkelde aandelenmarkten varieert tussen 0,55 en 0,90 en wordt de jongste twee jaar door de blokvorming weer lager. Daardoor leidt de toevoeging van opkomende markten – waarschijnlijk in toenemende mate – tot een risicoverlaging van de portefeuille. In de tabel staan enkele interessante beleggingsmogelijkheden. Voor beleggers die niet geloven dat er actieve beheerders zijn die de probleemlanden kunnen vermijden, zijn er ook passieve oplossingen opgenomen. Het advies voor opkomende markten blijft, gezien de grotere risico's per saldo, zo goed mogelijk gespreid te beleggen. Dus fondsen, actief of passief, en geen individuele aandelen of obligaties. Het vinden van goede actieve fondsen kost in opkomende markten wat meer moeite, maar de potentiële extra rendementen zijn de moeite waard. **!**

## AHOLD DELHAIZE

## Zwak Europa

Ahold Delhaize is dit jaar goed uit de startblokken geschoten. De omzet in het eerste kwartaal bedroeg 21,6 miljard euro, een toename van 6,3 procent vergeleken met dezelfde periode een jaar eerder. Het voor uitzonderlijke elementen aangepaste bedrijfsresultaat steeg met 0,9 procent bij constante valuta's naar 864 miljoen euro. De ebit-marge kwam uit op 4 procent. Daarmee ligt de retailer op schema om de doelstelling van een winstmarge van minimaal 4 procent te halen in 2023. Vooral in de Verenigde Staten (62% van de omzet, 75% van de bedrijfswinst) draaiden de zaken goed. De activiteiten bij Food Lion, Stop & Shop, Giant en Hannaford brachten een ebit-marge van 4,8 procent op. Dat is 0,4 procent meer dan in het eerste kwartaal van 2022. Europa stelde enigszins teleur. De keten heeft in die regio nog altijd last van hoge energiekosten en ook de stakingen in ons land drukten de marge. Daardoor werd in

## AHOLD DELHAIZE



Europa slechts een winstmarge van 2,8 procent gehaald. Onder aan de streep bleef een winst per aandeel van 0,61 euro (+10,5%) over. In een toelichting liet het management weten te mikken op een vrije kasstroom van 2 miljard euro. In 2022 bedroeg de vrije kasstroom 2,2 miljard. In het eerste kwartaal heeft de keten voor 205 miljoen euro eigen aandelen ingekocht. Ahold Delhaize kondigde in maart het plan aan 128 Belgische winkels in eigen beheer te verkopen aan zelfstandigen, met grote sociale onrust tot gevolg. In de afgelopen vijf jaar was er bij de eigen winkels in België een omzetkrimp van gemiddeld 1 procent per jaar, terwijl de omzet bij 636 zelfstandige winkels jaarlijks ruim 3 procent aandikte. Ahold Delhaize heeft in Europa 5.608 winkels, waarvan er 2040 geëxploiteerd worden door franchisenemers.

## Conclusie

Ahold Delhaize beschikt over prijszettingmacht en plukt de vruchten van de investeringen die het de voorbije jaren heeft gedaan in de vernieuwing van zijn winkels. Bij een geschatte koerswinstverhouding van 13 voor dit jaar blijft het advies koopwaardig. **ⓘ**

**Advies:** koopwaardig

**Risico:** laag

**Rating:** 1A

VERSCHEENEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 16 MEI

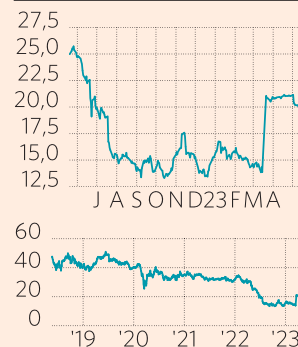
## TELENET

## Richting beursexit

Sinds het overnamebod van Liberty Global is de koersgrafiek van Telenet nagenoeg een vlakke lijn. Die kreeg begin deze maand een dip na de dividenduitkering van 1 euro per aandeel. Het Amerikaanse moederbedrijf lanceerde begin maart een bod van 22 euro op de aandelen die het nog niet bezat (37,7%). Na het dividend is dat nog 21 euro.

De winst liet in het eerste kwartaal weinig beterschap zien. De vergelijkbare omzet krom op jaarbasis met 2,9 procent naar 702,8 miljoen euro. Dat was te danken aan de goede prestatie van de reclaimedochter Caviar in de Verenigde Staten en een groei van de omzet in het zakelijke segment (+7,7%). De uitgaven namen met 8 procent toe door een stijging van de loonkosten en hogere energieprijzen. De bedrijfswinst na leasekosten (ebitdaal) daalde met 3,8 procent naar 281,8 miljoen euro en daardoor kromp ook de marge van 42,9 naar 40,1 procent. Telenet moet de zendmasten die het vorig jaar verkocht weer huren en dat verhoogt de lease-uitgaven. Netto bleef er 17 miljoen euro over, of 90 procent minder dan een jaar eerder. De vrije kasstroom was 34,7 miljoen euro negatief. Telenet verwacht beterschap in de tweede jaarhelft. Die moet vooral komen van een nieuwe prijsverhoging. Daarnaast verwacht de operator een daling van de inflatiedruk en worden er ex-

## TELENET



tra inspanningen geleverd om de kosten te verlagen. Telenet noteert iets meer dan 4 procent onder de biedkoers van Liberty. Dat komt omdat de deal nog niet helemaal in kannen en kruiken is. De beurswaakhond FSMA moet nog zijn zegje doen over het overnameprospectus. Daarnaast houdt Liberty een slag om de arm met de voorwaarde dat zich in de Belgische telecomsector geen uitzonderlijke evoluties mogen voordoen.

## Conclusie

De kans dat er nog iets fout loopt, is klein. Het bod was voor de meeste aandeelhouders een magere troost, want enkel wie na vorige zomer kocht, staat op winst. Beleggers die op zeker willen spelen, kunnen nu al verkopen. Wie de volledige biedprijs wil incasseren, moet geduld oefenen. **ⓘ**

**Advies:** ingaan op het bod

**Risico:** laag

**Rating:** 3A

VERSCHEENEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 17 MEI



## UMICORE

## Winstherstel in 2024

De beloftevolle batterijmaterialen stuwden de koers van Umicore al twee keer voorbij 50 euro, maar voor een nieuwe opgaande koersgolf moeten beleggers nog even geduld oefenen. 2023 is een overgangsjaar voor Umicore, door een beperkte daling van de bedrijfswinst in vergelijking met 2022. Een herstel is pas mogelijk als de winstvooruitzichten opnieuw aantrekken. De update over eerste kwartaal bevestigde de vooruitzichten van een lagere bedrijfswinst. Vooral de recyclingdivisie moet winst inleveren in het spoor van de lagere edelmetaalprijzen, vooral van rodium en palladium. Ook de kosteninflatie eist een tol, terwijl de aanvoer van materialen hapert, omdat leveranciers wachten op hogere prijzen. Voor heel 2023 zal de bedrijfswinst van deze divisie in het onderste deel van de marktverwachtingen liggen. Door de volatiliteit van de metaalprijzen durft Umicore nog geen concrete winstvoor-

spelling voor te geven. De katalysatorendivisie presteerde in het eerste kwartaal beter dan in dezelfde periode vorig jaar, vooral in Europa en de Verenigde Staten, dankzij haar sterke positie in personenwagens op benzine. 2023 belooft een uitstekend jaar te worden. De meeste aandacht gaat naar de batterijdivisie, die de volgende jaren voor groei moet zorgen. Voorlopig blijven de verkoopvolumes van kathodematerialen beperkt. Vanaf 2024 wordt een aanzienlijke groei verwacht. Umicore scoorde een afnamecontract met een Chinese autoproducent. Normaal gezien zweren Chinese producenten bij goedkope batterijen, maar door hun succes in Europa bouwen ze nu ook elektrische auto's die betere prestaties aankunnen. Door dat contract stijgt zal de benuttingsgraad van Umicores fabriek in China gevoelig stijgen.

### Conclusie

Koersherstel is moeilijk zolang de winstverwachtingen niet overeind krabbelen. Op korte termijn sribbelen de edelmetaalprijzen tegen, maar vanaf 2024 moeten de verkoop van batterijmaterialen de winst nieuw leven in blazen. De koers-winstverhouding van 15 is fair. **i**

**Advies:** houden  
**Risico:** gemiddeld  
**Rating:** 2B

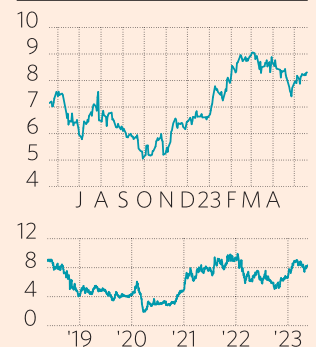
VERSCHEEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 16 MEI

## X-FAB

## Oplopende marges

X-Fab presteerde in het eerste kwartaal in lijn met de verwachtingen. Er was een recordomzet van 208,1 miljoen dollar, binnen de vooropgestelde vork van 205 tot 220 miljoen en 16 procent meer dan in dezelfde periode een jaar eerder, dankzij hogere volumes en prijsstijgingen. De Automotive-afdeling groeide met 35 procent en levert al 58 procent van de groepsomzet. Dat is te danken aan de uitbreiding van de productiecapaciteit in de Franse fabriek. Industrial groeide met 13 procent en Medical met 28 procent. Dankzij prijsverhogingen en schaalvoordelen klom de aangepaste bedrijfswinst (ebitda) 41 procent hoger, naar 58 miljoen dollar. Daardoor nam ook de ebitdamarge toe met 4,9 procent, naar 27,9 procent, boven de verwachte 22 à 26 procent. X-Fab mikt voor het tweede kwartaal op een omzet tussen 205 en 220 miljoen dollar en een marge tussen 23 en 27 procent. Netto bleef 42,7 miljoen dollar over, ruim dubbel zoveel als een jaar eerder (+104%). De nieuwe orders, goed voor 226,8 miljoen, kwamen boven de omzet uit. X-Fab verwacht dit jaar voor 350 miljoen dollar kapitaaluitgaven te doen. Dat geld gaat vooral naar uitbreidingen in Maleisië, Texas en Frankrijk. De komende drie jaar investeert X-Fab 1 miljard dollar. Daardoor zal de vrije kasstroom negatief

## X-FAB



zijn. Na het eerste kwartaal had de groep 350,3 miljoen dollar in kas, of 5,2 procent minder dan drie maanden eerder. X-Fab mikt onder meer op voorschotten van langetermijnafnamecontracten, om de uitbreidingen te financieren. Zo betaalde Melexis vorige maand al 189 miljoen euro. Toch zal X-Fab waarschijnlijk moeten bijlenen in 2024 of 2025.

### Conclusie

X-Fab presteert de voorbije kwartalen uitstekend, maar de echo's uit de halfgeleidersector zijn niet eenduidig positief. De hoge blootstelling aan de boemende automotiveniche schermt X-Fab wat af van een neergaande economische cyclus, maar de hoge rente is voor een kapitaalintensief bedrijf geen goede zaak. X-Fab is tegen 9 keer de verwachte winst correct gewaardeerd. **i**

**Advies:** houden/afwachten  
**Risico:** gemiddeld  
**Rating:** 2B

VERSCHEEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 19 MEI

## UMICORE



## PHARMING

## Beloftevole signalen

Pharming boekte in het eerste kwartaal een omzet van 42,5 miljoen dollar, een onverwachte daling met 8,8 procent tegenover dezelfde periode vorig jaar, te wijten aan tijdelijke terugbetalingsproblemen voor sommige patiënten met een overheidsverzekering. Die zijn intussen opgelost. Sindsdien herstelde de verkoop, terwijl de vraag naar Ruconest sterk bleef. Pharming verwacht daarom beterschap in het tweede kwartaal en rekt voor het hele jaar nog altijd op een lage enkelcijferige omzetgroei voor Ruconest (205,6 miljoen dollar in 2022).

Nauwelijks twee weken na de Amerikaanse goedkeuring van Joenja, de commerciële naam voor leneolisib, voor patiënten van twaalf jaar en ouder met de zeldzame immuunziekte APDS, startten de eerste commerciële leveringen. Intussen krijgen 23 patiënten het eerste werkzame medicijn toegediend en terugbetaald. Pharming investeerde stevig

in de uitbreiding van het verkoopteam om de markt-lancering te ondersteunen. Daarom leidde de omzetsdaling in combinatie met de toegenomen kosten tot een nettoverlies van 12,2 miljoen dollar in het eerste kwartaal, tegenover nog een nettowinst van 3,5 miljoen vorig jaar. De kaspositie daalde van 208,7 miljoen dollar eind 2022 tot 184,8 miljoen. In het tweede kwartaal start een kleine fase III-studie met lenolisib in Japan, ter voorbereiding van een goedkeuringsaanvraag. In de tweede jaarhelft is het uitkijken naar de goedkeuringsbeslissing voor Joenja door het Europese geneesmiddelenbureau EMA en de aankondiging van bijkomende indicaties waarvoor lenolisib zal worden getest. Het investeringsfonds RTW Investments meldde onlangs dat het een belang van 5,05 procent heeft opgebouwd in Pharming.

**Conclusie**

Het aandeel reageerde initieel fors negatief op het kwartaalrapport, maar maakte intussen het verlies gedeeltelijk goed. We maken ons niet ongerust over de tijdelijk haperende verkoop van Ruconest en zijn positief over de eerste verkoopindicaties over Joenja. We behouden het koopadvies. **t**

**Advies:** koopwaardig**Risico:** hoog**Rating:** 1C

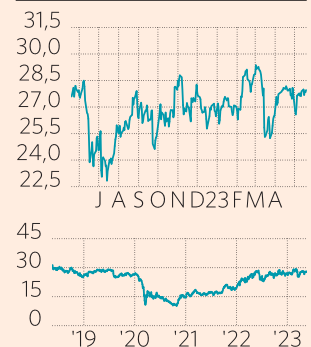
VERSCHEEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 16 MEI

## SHELL

## Kassa, kassa

Het olieconcern Shell brengt in tijden van inflatie de kosten terug en belooft de aandeelhouders rijkelijk. Shell had in het eerste kwartaal een omzet van 87 miljard dollar en een nettowinst van 9,6 miljard dollar. Het bedrijf koopt in het komende kwartaal voor 4 miljard dollar eigen aandelen in. De beurswaarde bedraagt 206 miljard dollar, wat wil zeggen dat in het huidige tempo op jaarbasis bijna 8 procent van het aandelenkapitaal verdwijnt. Shell verwacht over het eerste en het tweede kwartaal via de inkoop van eigen aandelen en het dividend 12 miljard dollar naar de aandeelhouders te brengen. Het concern zit daarmee op schema voor een rendement van 11,6 procent voor de aandeelhouder (dividend plus inkoop eigen aandelen tegenover de koers). Dat komt niet alleen doordat Shell minder investeert dan in het verleden en daardoor meer geld overhoudt, het bedrijf gaat ook steeds efficiënter werken. De kosten daalden over het afgelopen jaar met 1,7 miljard dollar – opmerkelijk in tijden van inflatie. Een aantal dingen wijst toch op kansen voor hogere olieprijsen de komende kwartalen: de Amerikaanse strategische olievoorraden, het verschil in prijs tussen olie en afgeleide producten zoals diesel en benzine, en de geopolitieke spanningen rond 's werelds grootste importeur van grondstoffen, China. Dat

## SHELL PLC



zal een positieve impact hebben op de evolutie van de resultaten van Shell. De vrije kasstroom van het bedrijf maakt al 13,8 procent uit van de beurswaarde. Het gemiddelde over de afgelopen tien jaar is met 6,3 procent ongeveer de helft, wat een stijgingspotentieel van 100 procent impliceert om de waardering op het historisch gemiddelde te krijgen.

**Conclusie**

De waardering van Shell is laag. Tegen nauwelijks 6 keer de winst voor het lopende boekjaar is er niet zoveel dalingspotentieel. Onlangs is het aandeel teruggevallen en na een fantastisch 2022 blijven de energiewaarden voorlopig achter op de markt in 2023. We zien daar de komende tijd weer verandering in komen. Vandaar het positieve advies. **t**

**Advies:** koopwaardig**Risico:** laag**Rating:** 1A

VERSCHEEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 17 MEI

## PHARMING



VOLKSWAGEN

## Spotgoedkoop

De markt reageerde gematigd positief op de kwartaalcijfers van **Volkswagen**, maar vindt altijd wel een reden om de koers laag te houden.

Het aandeel kwam onder druk door wat warrige communicatie van de Duitse autogigant. Eerst liet CFO Arno Antlitz een opening over een onderzoek naar mogelijke mensenrechtenschendingen bij de Chinese joint venture Xinjiang, maar daarna kwam de mededeling dat er geen onafhankelijk onderzoek komt, omdat het niet nodig zou zijn. Dat wekt natuurlijk achterdocht.

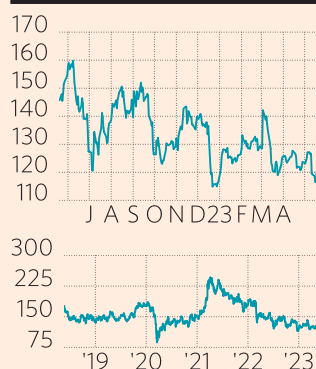
De autobouwer met de sterkst gediversifieerde merkenportefeuille (Volkswagen, Audi, Seat, Skoda, Porsche, Lamborghini, Bentley, Scania, MAN en Navistar) verkocht in de eerste drie maanden van het boekjaar 141.000 elektrische wagens, of 7 procent van het totaal (+42% op jaarbasis). Het stijgende percentage elektrische wagens is essentieel om de omzet op te drijven, aangezien de gemiddelde elektrische wagen nog altijd enkele tientallen procenten duurder is. De ambitie dat in 2025 een vijfde van de verkochte wagens elektrisch zou zijn, en zelfs de helft in 2030 (in Europa zelfs 80%), zal de omzet ten goede komen. In het eerste kwartaal gaf de stijging van het aantal leveringen met 7,5 procent (2,04 miljoen voertuigen) aanleiding tot een kwartaalomzet van 76,20 miljard euro. Dat is niet alleen een toename met 22 procent,

maar ook 5,4 procent beter dan de analistenconsensus van 72,84 miljard euro.

De aangepaste bedrijfswinst (ebit) steeg met 35 procent tot 7,1 miljard euro, of een verrassend sterke ebit-marge van 9,3 procent. Dat is 15 procent boven de gemiddelde analistenschattting. De ebit op zich steeg tot 5,75 miljard euro, tegenover een consensus van 5,50 miljard euro, maar daar zat een eenmalig verlies van 1,3 miljard euro in voor de dekking van de grondstoffenprijzen. Vandaar dat het cijfer 31 procent onder de ebit van het eerste kwartaal van 2022 lag (8,33 miljard euro). Dat levert een ebit-marge van 7,5 procent op. De nettowinst bedroeg 4,73 miljard euro, tegenover nog 6,743 miljard in de eerste drie maanden van vorig jaar.

De vooruitzichten voor dit jaar blijven gehandhaafd. Het management blijft bij de verwachting dat Volkswagen op basis van het stevig gevulde orderboek en de betere aanvoer van halfgeleiders 15 procent meer voertuigen kan le-

### VOLKSWAGEN



**Koers:** 119,54 euro

**Ticker:** VOW3 GY

**ISIN-code:** DE0007664039

**Markt:** Frankfurt

**Beurskapitalisatie:** 68,6 miljard euro

**K/w 2022:** 4

**Verwachte k/w 2023:** 4

**Koersverschil 12 maanden:** +6%

**Koersverschil sinds jaarbegin:** +3%

**Dividendrendement:** 7,3%

veren en zo een omzetgroei van 10 à 15 procent kan realiseren, met een ebit-marge van 7,5 à 8,5 procent. Aan het einde van het eerste kwartaal was er een orderboek van 1,8 miljoen bestelde voertui-

gen. Die jaardoelstelling is ambitieus, maar haalbaar. De vrije kasstroom bedraagt 2,7 miljard euro voor het eerste kwartaal. De beursgang van Porsche deed de kas nog wat meer rinkelen: eind maart 2023 beschikte de onderneming over 38,4 miljard euro liquiditeiten, of 56 procent van de huidige beurswaarde. Na de beursgang ontvingen aandeelhouders een speciaal dividend van 19,06 euro per aandeel. Het gewone dividend is verhoogd met 1,20 euro tot 8,76 euro per aandeel. Het dividendrendement bedraagt liefst 7,3 procent, op basis van de huidige, lage beurskoers.

### Conclusie

In de eerste maanden van dit jaar presteerde het aandeel beter dan het marktgemiddelde, maar daar is de jongste tijd weer niets meer van te merken. We herhalen nog eens dat het aandeel spotgoedkoop blijft, tegen iets meer dan 4 keer de verwachte winst voor 2023, tegen 0,3 keer de omzet en 0,4 keer de boekwaarde, met daarbovenop een dividendrendement van ruim 7 procent bruto. Bovendien is er de uiterst riant kaspositie, die voor ruim de helft de beurskapitalisatie dekt. Het belang in Porsche (beurswaarde 104 miljard euro) dekt meer dan de volledige beurswaarde. Logisch dat het advies uiterst positief blijft. **t**

**Advies:** koopwaardig

**Risico:** laag

**Rating:** 1A

VERSCHEENEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN.BE  
OP 18 MEI



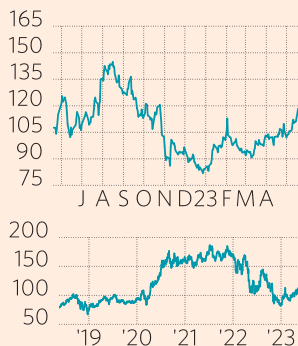
GF

## AMAZON

## Eeuwige winstbelofte

Amazon lijkt op de wortel die de ezel – de belegger – onverdroten voort laat lopen. Het slaagt er al vele jaren in de beleggers naar de lange termijn te doen kijken, en niet naar de resultaten van nu. Na een aantal behoorlijk winstgevende jaren draaide het bedrijf vorig jaar weer met verlies. In het eerste kwartaal van dit jaar is er wel weer winst, maar echt indrukwekkend is die 0,31 dollar per aandeel niet. En voor het komende kwartaal wordt een nog lagere winst van 0,23 dollar per aandeel verwacht. De omzetstijging van 9,4 procent gaf de wortel wel extra glans. Voor het lopende kwartaal wordt een groei van ongeveer 7 procent verwacht. Het vierde kwartaal is doorgaans het beste voor Amazon. Dat moet voor 2023 een winst per aandeel van 1,25 dollar mogelijk maken. De prognose was 1,15 dollar per aandeel. Voor volgend jaar moet 2 dollar per aandeel mogelijk zijn. Dat zou een

## AMAZON



behoorlijk winstherstel inhouden tegenover dit jaar. De wortel is wel degelijk de moeite waard. De cloud-dienst AWS is al jaren winstgevend en blijft groeien. Volgens CEO Andy Jassy is de migratie van fysieke IT-infrastructuur naar de cloud nog lang niet klaar. Volgens hem verloopt nog maar 10 procent via de cloud. Amazon biedt via AWS ook allerlei diensten op basis van artificiële intelligentie aan. Boven op zijn groei kan Amazon ook zijn winst verhogen door simpelweg wat terughoudender te zijn met investeringen, iets wat het bedrijf eigenlijk nooit doet. Maar het potentieel is er wel.

## Conclusie

Amazon heeft groeipotentieel, maar dat is ook te merken aan de waardering van het aandeel, zeker op basis van de huidige winstcijfers. Pas als de winst per aandeel richting 4 dollar kan evolueren, is het aandeel een stuk betaalbaarder. Maar of en wanneer dat wordt gehaald, blijft gissen. Daarom kunnen we niet verder gaan dan een 'houden'-advies. **t**

**Advies:** houden/afwachten

**Risico:** gemiddeld

**Rating:** 2B

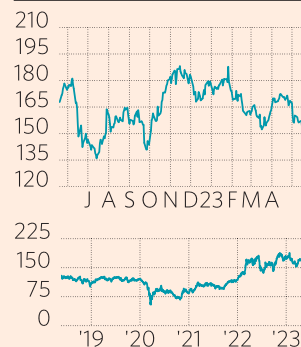
VERSCHEEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 18 MEI

## CHEVRON

## Mooie perspectieven

Op 6 maart dit jaar stopte de Amerikaanse overheid met het leeghalen van de strategische olie-reserves. Van wat ooit een voorraad olie van 727 miljoen vaten was, waren nog maar 372 miljoen vaten over. Formeel is die reserve bedoeld om ervoor te zorgen dat de Amerikaanse industrie altijd voldoende olie heeft en nooit kan stilvallen. Dat zou bijvoorbeeld kunnen gebeuren door een natuurramp of als de Verenigde Staten in een grote oorlog zouden terechtkomen. De prijs is daarbij officieel geen issue en de olieprijs is in vergelijking met het verleden ook nog eens laag. De prijs ging in 2008 naar 147 dollar en in 2022 naar 130 dollar. Rekening houdend met de inflatie is de olieprijs nu twee derde goedkoper dan in 2008. De Amerikaanse regering is op 24 maart om onbegrijpelijke redenen toch weer begonnen met het verkopen van olie uit de strategische voorraden. Er zijn inmiddels 5 miljoen vaten verkocht. Het is onverantwoordelijk om de strategische voorraden te gebruiken voor politiek gewin. De OPEC en Rusland grijpen hun kans en hebben onlangs hun productie verlaagd. De daling van de strategische voorraden en de toenemende geopolitieke spanningen leggen een bodem onder de olieprijs. Afgelopen week kwam Chevron met zijn kwartaalcijfers. In het vorige kwartaal

## CHEVRON



heeft het 3 miljard dollar geïnvesteerd. Daarnaast heeft Chevron voor 2,9 miljard dollar dividenden uitgekeerd en voor 3,8 miljard dollar eigen aandelen ingekocht. Dat laat zien dat het management de oliereus blijft runnen voor de aandeelhouder.

## Conclusie

Het risico dat de olieprijs zakt, is laag. Dat veel beleggers het verhaal rond olie niet begrijpen, komt tot uiting in de koers-winstverhouding van 9 van Chevron. Die koers-winstverhouding is laag, ook in historisch perspectief. Het aandeel is bovendien een van de favorieten van Warren Buffett. Voldoende argumenten om het te zien als een potentiële portefeuillekandidaat. Het koopadvies blijft gehandhaafd. **t**

**Advies:** koopwaardig

**Risico:** gemiddeld

**Rating:** 1B

VERSCHEEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 18 MEI



## SANDSTORM GOLD

## Eindelijk een doorbraak

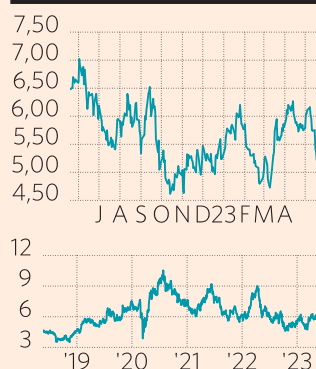
Het belangrijkste project waarmee het Canadese edelmetalenroyalty- en streamingbedrijf Sandstorm Gold een goudstreamingovereenkomst heeft, is het Turkse goud- en koperproject Hod Maden. Het verwierf in 2017 een belang van 30 procent in dat beloftevolle project door de overname van Mariana Resources voor 167 miljoen Britse pond. De overige 70 procent is van een Turkse partner, Lidya Madencilik. Vorig jaar verkocht Sandstorm Gold zijn belang aan Horizon Copper, een nieuw streaming- en royaltybedrijf gericht op koper, in ruil voor een goudstreamingovereenkomst voor 200 miljoen dollar op Hod Maden, een participatie van 34 procent in Horizon Copper en een obligatielening voor 95 miljoen.

### De instap van SSR Mining neemt de onduidelijkheid weg.

De productie moest starten in de tweede helft van 2021, maar dat bleek veel te optimistisch. In november 2021 werd de haalbaarheidsstudie gepubliceerd, die een jaarlijkse productie van gemiddeld 195.000 troyounce goud-equivalent (20% koper) vooropstelde gedurende dertien jaar, tegen een heel lage totale kostprijs van 334 dollar per troyounce (inclusief de koperopbrengsten). Toen was sprake van een eerste productie in de tweede helft van 2024. Het project vorder-

de sindsdien gestaag, maar een definitieve investeringsbeslissing is er nog niet. Vorige week kwam er een belangrijke doorbraak. Het Canadese goudmijnbedrijf SSR Mining neemt voor 270 miljoen dollar een belang tot 40 procent in Hod Maden en neemt de operationele leiding over. SSR Mining heeft een sterke reputatie en werkt in Turkije al samen met Lydia voor de Çöpler-goudmijn. Het zal de mijnplannen verder optimaliseren, om in 2024 een definitieve investeringsbeslissing te kunnen nemen. De verwachte productiestart is opgeschoven naar 2027. Hod Maden is met 12 procent van de intrinsieke waarde het belangrijkste project voor Sandstorm Gold, maar lang niet meer zo overheersend als enkele jaren geleden. De twee stevige transacties van vorig jaar met BaseCore Metals Royalty en Nomad Royalty voor 1,1 miljard dollar speelden een cruciale rol. Ze zorgden voor een sterke verbetering van het productieprofiel voor de periode vanaf

## SANDSTORM



**Koers:** 5,43 dollar

**Ticker:** SAND US

**ISIN-code:** CA80013R2063

**Markt:** NYSE

**Beurskapitalisatie:** 1,68 miljard dollar

**K/w 2022:** 16

**Verwachte k/w 2023:** 60

**Koersverschil 12 maanden:** -16%

**Koersverschil sinds jaarbegin:** +3%

**Dividendrendement:** 1,0%

2027. De Canadezen gaan in hun recentste presentatie uit van een gemiddelde jaarproductie van 110.000 troy ounce goud-equivalent voor de komende vijftien jaar.

Dankzij de forse investerin-

gen was de verkochte productie in het eerste kwartaal met 51,4 procent gestegen tegenover het eerste kwartaal van 2022, tot 28.368 troyounce goud-equivalent. Tegenover het vorige kwartaal was er een stijging met 30,4 procent. Er was een recordomzet van 44 miljoen dollar, of 24,3 procent meer dan een jaar eerder. De operationele kasstroom, zonder rekening te houden met de verandering in het werkkapitaal, steeg van 26,7 naar 42,7 miljoen dollar (+59,9%) en de nettowinst van 9,1 naar 15,6 miljoen. De verkoopverwachtingen voor 2023 zijn opgetrokken van 85.000 à 100.000 naar 90.000 à 100.000 troyounce goud-equivalent. De schuldpositie zakte met 22,5 miljoen dollar tot 475 miljoen. Op basis van de huidige metaalprices en portefeuille zal de schuld afgelost zijn in 2026. Op korte termijn krijgt Horizon Copper een aparte notering.

### Conclusie

De instap van SSR Mining neemt de onduidelijkheid over Hod Maden weg. Het was voor grote partijen de aanleiding om voor 100 miljoen dollar aandelen te kopen van voormalige BaseCore Metals- en Nomad Royalty-aandeelhouders die wilden uitstappen. CEO Nolan Watson mikt de volgende twee jaar op een rustigere ontwikkeling, met focus op schuldafbouw en gerichte inkoop van eigen aandelen. De waardering blijft aantrekkelijk. **1**

**Advies:** koopwaardig

**Risico:** gemiddeld

**Rating:** 1B

VERSCHEENEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
OP 17 MEI



# Behoudt u vertrouwen in Greenyard?

**Greenyard keert opnieuw een dividend uit. Zijn alle financiële zorgen nu van de baan?**

Op de volledige cijfers is het wachten tot 14 juni, maar de groente- en fruitgigant **Greenyard** maakte op 8 mei voorlopige jaarcijfers bekend over het boekjaar 2022-2023, dat werd afgesloten op 31 maart. Die lagen groten-deels in de lijn van de verwachtingen. De omzet groeide op een vergelijkbare basis met 8 procent tot 4,64 miljard euro. In de eerste jaarhelft was er een vergelijkbare groei met 7,3 procent tot 2,27 miljard euro. Na negen maanden viel die groei, met een omzet van 3,38 miljard euro, licht terug tot 7,2 procent. De recurrente bedrijfskasstroom (zonder eenmalige elementen) bleef met 167 miljoen euro licht boven het cijfer van het vorige boekjaar (166,5 miljoen) en boven de gemiddelde analistenverwachting (162,5 miljoen). Na zes maanden stond de teller op een rebitda van 80,4 miljoen, een daling met 2,7 procent tegenover de eerste helft van het vorige boekjaar. De rebitda-marge daalde van 3,8 naar 3,5 procent. Op jaarbasis is er een rebitda-marge van 3,6 procent. De nettowinst viel terug van 16,9 miljoen euro vorig jaar naar 10 miljoen, waarvan 7,1 miljoen in de eerste jaarhelft werd geboekt.

Belangrijk is de verdere daling van de nettoschuld, van



303,6 miljoen euro op 31 maart 2022 naar ongeveer 280 miljoen. De schuldgraad, de verhouding tussen de nettoschuld en de rebitda, daalde van 2,4 naar 2,2 keer. Op 31 maart 2019 bedroeg de schuldgraad nog een hoge 7,2 keer, op basis van een nettoschuld van 456,3 miljoen euro. De stevige daling van de schuldgraad laat, in combinatie met de stabielere volumes en marges van het succesvol geïntegreerde bedrijfsmodel met de grote retailers (74% van de omzet), toe om voor het eerst sinds 2018 opnieuw een brutodividend van 0,1 euro per aandeel voor te stellen (brutorendement van 1,5%). Daarmee realiseert de groep het voorneemen in haar strategisch plan om het dividend te hervatten. Greenyard maakte van de gelegenheid ook gebruik om concrete prognoses voor de komende jaren aan te kondigen. Voor het lopende boekjaar verwacht het een omzet van 4,9 miljard euro (+5,6%, gemiddelde verwachting van 4,84 miljard) en een rebitda van 175 à 180 miljoen (een stijging van 4,8 à 7,8%, con-

sensus van 177 miljoen). Voor het boekjaar 2025-2026 schoof Greenyard een omzet van 5,4 miljard euro naar voren (consensus van 5,12 miljard euro) en een rebitda van 200 à 210 miljoen (200 miljoen). Die rebitda-vork was eerder voor het boekjaar 2024-2025 verwacht, maar had Greenyard losgelaten vanwege de lastige economische omstandigheden. De markt apprecieerde de update, die getuigt van een toenemend vertrouwen in de toekomst. Het enorme schuldenprobleem dat in 2019 Greenyard richting de afgrond dreef, is volledig onder controle. De marges blijven als vanouds beperkt, maar zijn onder het nieuwe bedrijfsmodel van CEO Marc Zwaaneveld wel stabiel geworden. Het aandeel blijft **koopwaardig (rating 1B)**. **t**

## AL VERSCHENEN OP [WWW.TRENDS.BE/BELEGGEN](http://WWW.TRENDS.BE/BELEGGEN)

- Do 18/5: Amazon, Chevron, Volkswagen
- Vr 19/5: X-Fab, analyse (opkomende markten) + tip van de week (Mosaic) + opties (Shell)
- Ma 22/5: Disney en lezersvraag (Greenyard)
- Di 23/5: Bayer, Euronav, KBC + derivaten (alternatieve energie)
- Woe 24/5: GIMV, Pan American Silver, Vodafone + pdf

## AGENDA

### Donderdag 1 juni

Holland Colours: jaarresultaat  
Euronav: notering ex-dividend

### VRIJDAG 2 JUNI

ASR Nederland: notering ex-dividend  
NN Group: algemene vergadering

### DINSDAG 6 JUNI

D'leteren: notering ex-dividend  
NN Group: notering ex-dividend

### WOENSDAG 7 JUNI

Campine: notering ex-dividend

## AANDELENINDEX

AholdDelhaize	92
Amazon	96
Chevron	96
Disney	102
Greenyard	98
Mosaic	104
Pharming	94
Sandstorm Gold	97
Shell	94
Telenet	92
Umicore	93
Volkswagen	95
X-Fab	93

**CHAT MEE OP DINSDAG EN DONDERDAG VAN 12 TOT 13 UUR**  
**PODCAST: HET GVV-TRANENDAL**

**AANDELEN IN DE KIJKER: DISNEY EN UMICORE**

Een dagelijkse update op [www.trends.be/beleggen](http://www.trends.be/beleggen)

**Hebt u ook een beleggingsvraag?** Elke week behandelen we een actuele vraag van een abonnee. Mail uw vraag naar [beleggen@trends.be](mailto:beleggen@trends.be). Misschien leest u hier het antwoord.



## AEX: bevestiging positief scenario

De AEX liet in de afgelopen week een mooie stijging zien. Met een slot richting 770 punten werd de afstand tot de belangrijke steun op 750 punten groter. Dat bevestigt het positieve scenario weer. De AEX komt in de buurt van de top van februari op 777,58 punten. De signalen van beide indicatoren zijn dan ook nog altijd positief. Zo blijft de lijn van het voortschrijdende gemiddelde oplopen, en staan de MACD-lijnen boven hun nullijn. We handhaven dan ook met overtuiging het koopadvies voor de AEX.

**Advies: kopen**



## HAL Trust: positief momentum

Sinds de bodem op 110 euro eind vorig jaar is de trend gekeerd. De koers schoot omhoog tot boven de lijn van het voortschrijdende gemiddelde. In november 2022 hebben we het advies verhoogd naar 'houden'. In de afgelopen weken won het positieve momentum aan kracht. Beide indicatorsignalen zijn positief geworden en de koers is door de dalende weerstandslijn heen gebroken, een extra positief signaal. Dat onderbouwt een verdere verhoging van het advies voor HAL Trust naar 'kopen'. Daaraan geven we een koersdoel van 139 euro mee.

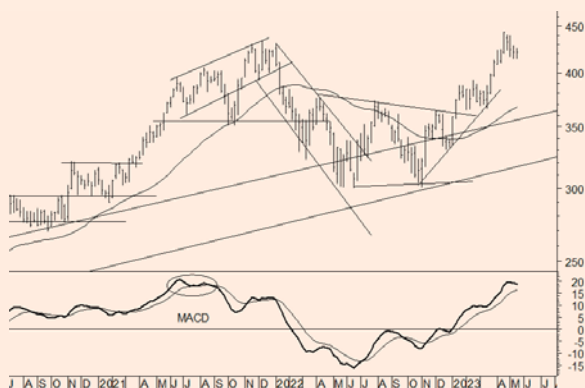
**Advies: van houden naar kopen**



## Lucas Bols: weerstand op 12 euro

De zijwaartse trend van het aandeel kan ook een pauzepatroon worden genoemd. Dat patroon komt veelal ten einde door een uitbraak, waarmee de trend doorzet die aan het pauzepatroon voorafging. Voor Lucas Bols zou dat een uitbraak naar boven zijn. In de voorbije maanden won het momentum aan kracht. Dat vertaalt zich in een stijgende lijn van het voortschrijdende gemiddelde en in MACD-lijnen die boven hun nullijn zijn gestegen. Daarmee zijn de indicatorsignalen positief geworden en verhogen we het advies voor Lucas Bols naar 'kopen'. De weerstandslijn op 12 euro wordt het koersdoel.

**Advies: van houden naar kopen**



## L'Oréal: koersdoel naar 500 euro

Het aandeel vormde midden 2022 een dubbele bodem, en dat is vaak een signaal van een trendommekeer, zoals ook bij L'Oreal bleek. De herstelbeweging die eind 2022 inzette, liet de koers opveren tot boven de lijn van het voortschrijdende gemiddelde. Die begon daarop in 2023 te stijgen. Samen met MACD-lijnen, die boven hun nullijn bewegen, staan de indicatorsignalen weer op groen. De koers heeft intussen de top van 2021 overtroffen. We handhaven het koopadvies en verhogen het koersdoel naar 500 euro.

**Advies: kopen**



## OPTIES

## Shell zal bovendrijven

De koers van Shell ging in twee jaar 67 procent hoger, maar de voorbije maanden was de fut er wat uit. We denken dat daar verandering in komt. We gaan à la hausse.

Het management krijgt lof, omdat het tegen 2030 de nettokoolstofuitstoot wil halveren ten opzichte van 2016. Het bedrijf doet dat ook omdat een rechtbank het heeft verplicht onder druk van zeven stichtingen en verenigingen en ruim 17.000 individuele klagers. Shell ziet de algemene trend naar minder vervuilende energie. In de sector is het een van de koplopers in de energietransitie.

Fossiele brandstoffen kunnen nog niet volledig worden vervangen. Shell heeft daarom de Britse aardgasproducent BG Group overgenomen. Daardoor is het een wereldspeler in lng (*liquefied natural gas*).

### Geschreven put Schrijf de put Shell september met uitoefenprijs 30 euro @ 2,95 euro

Dit contract loopt af op 15 september. Als de koers van Shell dan 30 euro of meer bedraagt, blijft de premie van 2,95 euro van ons. Die strategie heeft als voordeel dat geen begininvestering nodig is. gaat de koers lager, dan worden we misschien aangewe-

zen. Daarvoor moeten we voldoende middelen beschikbaar houden. We kopen de aandelen dan tegen 27,05 euro per stuk (30 - 2,95). Dat is goedkoper dan de huidige koers. De koper van de put houdt rekening met een koersdaling, het liefst tot onder 27 euro, want dan kan hij de aandelen verkopen tegen 30 euro. Dat zou neerkomen op een minimumbaisse van 3,7 procent.

### Gekochte call Koop de call Shell december met uitoefenprijs 30 euro @ 1,15 euro

Met een koersdoel van 35 euro voor ogen kopen we deze call. Voor amper 1,15 euro

hebben we uitzicht op een verviervoudiging van de premie (35 - 30). De technische trend wijst op een weerstand rond 29 euro. Daarna wacht nog enige weerstand op 31 euro. Als die het begeeft, ligt de weg naar boven open.

Omdat nog nooit hogere koersen zijn opgetekend voor Shell, moet een nieuwe weerstand worden verwacht. Dat kan op 35 euro zijn, maar evengoed op 40 euro. Mocht de stemming tegenzitten, dan ligt een eerste steunzone rond 25 euro. Ook lager vinden we steunzones, maar als de koers die richting uitgaat, maakt het voor deze call optie niet meer uit hoe laag het gaat. Onder 30 euro heeft dit contract geen intrinsieke waarde. De premie die we vandaag betalen, bevat alleen tijds- of verwachtingswaarde. **i**

## DERIVATEN

## Trackers op alternatieve energie

Alternatieve energie blijft groeien en daar spelen ook de ETF-uitgevers op in. We behandelen hier trackers met een focus op zon- en windenergie.

### Global X Solar ETF

Deze ETF met ISIN-code IE000XD7KCJ7 en ticker-symbool (Euronext) RA7Z GY van de uitgever Global X Funds schaduwt de prestatie van de Solactive Solar-index en noteert op de Duitse Xetra. Het is een fysieke tracker die de inkomsten herbelegt. De onderliggende index telt 48 bedrijven met een overwicht voor China (56% van de index) en de Verenigde Staten

(30%). De jaarlijkse beheersvergoeding bedraagt 0,5 procent.

### Invesco Markets Solar Energy ETF

Deze tracker met ISIN-code IE00BM8QRZ79 en ticker-symbool (Euronext) SOLR GY wordt uitgegeven door Invesco Asset Management en noteert op verschillende Europese beurzen. De variant die in euro noteert, staat in Frankfurt op de koerstabelen. De MAC Global Solar Energy-index telt 43 posities, maar hier hebben Amerikaanse aandelen de bovenhand (49%) en komt China op de tweede plaats (19%), gevolgd

door Spanje (5,7%) en Duitsland (5,4%). De grootste posities van beide indexen overlappen gedeeltelijk. De jaarlijkse beheersvergoeding ligt met 0,69 procent hoger dan bij de ETF van Global X Funds.

### Global X Wind Energy ETF

Deze ETF met ISIN-code IE000JNHCBM6 en ticker-symbool (Euronext) WNDY GY van de uitgever Global X Funds schaduwt de prestatie van de Solactive Wind Energy-index en noteert op de Duitse Xetra. De onderliggende index telt 28 bedrijven met een overwicht voor China

(33% van de index), Denemarken (28,9%) en Canada (18%). De jaarlijkse beheersvergoeding bedraagt 0,5 procent.

### Invesco Wind Energy ETF

Deze tracker met ISIN-code IE0008RX29L5 en ticker-symbool (Euronext) WDEY GY wordt uitgegeven door Invesco Asset Management. De Wilderhill Wind Energy-index telt 54 posities en onderscheidt zich van de index van Solactive door de afwezigheid van Chinese aandelen. De Verenigde Staten staan hier op de eerste plaats (16,4%), gevolgd door Duitsland (11%), Nederland (9,5%) en Frankrijk (9,3%). De jaarlijkse beheersvergoeding bedraagt 0,6 procent. **i**



# Turkse lira op een historisch dieptepunt

De lira lijdt onder de onzekerheid rond de presidentsverkiezingen in Turkije. In de eerste ronde kwam geen enkele kandidaat aan een meerderheid. President Recep Tayyip Erdogan haalde net geen 50 procent. Zijn grote uitdager, Kemal Kilicdaroglu, strandde op 44,96 procent. Erdogan doet het beter dan verwacht was. Hoewel hij en zijn islamitische AK-partij duidelijk verzwakt zijn, maakt hij in de tweede ronde, die aanstaande zondag doorgaat, veel kans om zichzelf op te volgen. Door de noodzaak van een tweede ronde zakte de Turkse lira naar een historisch dieptepunt. De Turken moeten al bijna 20 lira betalen voor een dollar en 21,50 lira voor een euro, drie keer meer dan vijf jaar geleden.

## Eigenzinnige principes

Het is bekend dat president Erdogan er eigenaardige

economische principes op nahoudt. Hij wil de rente juist laag houden om de inflatie te bestrijden. In vrijwel alle andere landen ter wereld is de rente net sterk opgetrokken om de inflatie te drukken. Maar de strategie van Erdogan lijkt, eigenaardig genoeg, te werken. In augustus steeg het algemene prijspeil nog met 85 procent, nu nog met 43 procent. Maar vrijwel niemand gelooft die cijfers. Onafhankelijke economen van de onderzoeksgroep Enag hebben berekend dat de consumentenprijzen momenteel op jaarbasis stijgen met meer dan 100 procent. Rendementen van 40 procent op obligaties in Turkse lira zijn geen uitzondering. Maar met de galopperende inflatie zijn die enorme rendementen slechts een doekje voor het bloeden. De reële rente (nominale rente, verminderd met de inflatie) bedraagt immers -60 procent (40-100).

## Veel nieuwe emissies

In de Verenigde Staten hebben de moeilijke onderhandelingen tussen president Joe Biden en de oppositie over het schuldenplafond tot onrust geleid bij emittenten. Ze willen het risico op hogere financieringskosten voor zijn. Een heel aantal nieuw gelanceerde obligaties is het gevolg. **Apple** haalt maar liefst 5,25 miljard dollar op, **Caterpillar** 1,25 miljard dollar. Apple werkt, zoals gebruikelijk in de Verenigde Staten, met coupures van 2.000 dollar. Bij Caterpillar is dat de helft. Het schoonheidsbedrijf **Estée Lauder** haalt 700 miljoen dollar op. Reken op een rendement van 4,25 procent. Ook Europese debiteuren reppen zich naar de primaire markt. **Booking Holdings** biedt een coupon van 4,125 procent voor een looptijd van tien jaar. Het Franse multinationale mijnbouw- en metalurgiebedrijf **Eramet** haalt 500 miljoen euro op en stelt een coupon van 7 procent voor. Dat is veel meer dan Booking, maar het heeft dan ook geen notering aange-



## INSIDE WISSELKOERSEN


WISSELKOERS	STAND	EVOL. 1J
EUR/USD	1,0876	+4,78%
EUR/GBP	0,8698	+2,60%
EUR/NOK	11,590	+13,24%
EUR/SEK	11,285	+7,08%
EUR/CAD	1,4690	+8,68%
EUR/AUD	1,6267	+7,68%
EUR/NZD	1,7493	+5,30%
EUR/ZAR	20,705	+24,27%
EUR/TRY	21,370	+33,82%

vraagd, terwijl Booking een rating A- kreeg van Standard & Poor's.

De Europese economie presteert intussen beter dan verwacht. Volgens de Europese Commissie zal de economie van de 27 lidstaten dit jaar groeien met 1 procent. Eerder was sprake van 0,8 procent. Volgend jaar zou de Europese Unie op een groei van 1,7 procent rekenen. Voor België verwacht de Commissie 1,2 procent dit jaar. Die toenemende bedrijvigheid zet extra druk op het prijspeil. De Commissie berekent de inflatie voor dit jaar op 5,8 procent in de Europese Unie en op 3,4 procent in België. Pas in 2024 zal de inflatie in de EU-zone onder 3 procent duiken. **t**

## INSIDE OBLIGATIESELECTIE

MUNT	UITGEVER	COUPON	VERVALDAG	PRIJS	RENDEMENT	COUPURE	RATING
EUR	Nestlé Finance	3,375%	15/11/34	100,8	3,29%	1.000	AA-
EUR	Air France-KLM	3,875%	01/07/26	93,26	6,31%	100.000	NR
EUR	VGP 	1,625%	17/01/27	78,08	8,89%	100.000	NR
USD	Ecopetrol	4,625%	02/11/31	74,56	8,98%	1.000	BB+
USD	Brookfield Ppty	4,50%	01/04/27	82,17	10,2%	2.000	BB+
USD	Micron Techn. 	2,703%	15/04/32	78,71	5,82%	1.000	BBB-
GBP	Volkswagen	2,25%	12/04/25	94,95	5,09%	1.000	BBB+
NOK	Nordic Inv. Bnk	1,625%	20/10/27	91,92	3,62%	10.000	AAA
SEK	EIB	1,75%	12/11/26	95,75	3,12%	10.000	AAA
CAD	Daimler Canada	1,65%	22/09/25	92,70	4,68%	1.000	BBB+
AUD	Ford Motor	3,683%	03/12/24	96,90	5,80%	2.000	BB+
NZD	Intl Bk Rec & Dev	2,875%	30/11/26	93,45	4,91%	1.000	AAA
ZAR	EIB	7,25%	23/01/30	88,14	9,73%	10.000	AAA
TRY	EBRD	13,0%	19/01/24	86,00	39,6%	1.000	AAA
BRL	IFC	6,75%	27/08/24	95,10	11,0%	5.000	AAA
PLN	EIB	2,75%	25/08/26	89,13	6,53%	1.000	AAA

\* Nieuw in de selectie  = ESG-obligatie

## Lente op de beurzen

Wie januari gemist heeft, is het grootste deel van de koersstijging van dit jaar misgelopen. De inflatie begon toen te dalen – vooral door de lagere energieprijzen – en er leek uitzicht op een normalisering van de conjunctuur. De Federal Reserve en de Europese Centrale Bank kondigden een pauze in hun renteverhogingen aan. In januari leek dat nog vrij snel te kunnen, maar intussen zijn we al eind mei. De krapte op de arbeidsmarkt is gebleven, zet opwaartse druk op de lonen en houdt de Fed alert. Dat verklaart waarom de aandelenmarkten wekenlang richtingloos waren. Maar net op het moment dat het weer ons eindelijk een lentegevoel geeft, lijken ook de beurzen de weg naar boven te zijn ingeslagen.

We hebben onze positie in **Disney** voor de wat langere

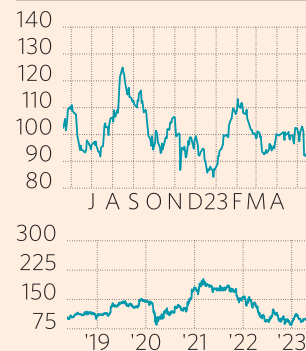
termijn opgetrokken. Mochten we over een ruimere kaspositie beschikken, dan kwamen de volgende aandelen in aanmerking voor de voorbeeldportefeuille (in alfabetische volgorde): **Anglo-Eastern Plantations** (landbouwgrondstoffen), **Bekaert** (opkomende markten), **Chevron** (olie) en **Philips** een turnaroundkandidaat zoals Bayer, Disney en Just Eat Takeaway).

### Disney: goedkoper dan het lijkt

**Disney** verhoogde de prijzen van het streamingkanaal Disney+ flink. Daardoor daalde het aantal abonnees licht. Het aandeel van het entertainmentbedrijf kwam onder druk en is zo nog goedkoper dan het op het eerste gezicht lijkt. Hoewel parken de grootste divisie zijn, ging alle aandacht bij de kwartaalcijfers uit naar het bedrijfscon-

derdeel 'rechtstreeks aan de consument', waar Disney+ deel van uitmaakt. Die afdeling heeft 659 miljoen dollar verloren in het tweede kwartaal van het gebroken boekjaar 2023. Dat verlies zal oplopen tot ongeveer 800 miljoen dollar in het derde kwartaal. Het aantal abonneeminten van Disney+ daalde tot 157,8 miljoen, terwijl de gemiddelde analistenverwachting uitging van een stijging. Beleggers waren hier totaal niet blij mee en het aandeel ging na de cijfers meteen met bijna 10 procent onderuit. Disney is daarmee nog altijd een van de slechtst presterende steraandelen op Wall Street van de jongste jaren. Vanaf de hoogste koers in 2021 (203 dollar) is het aandeel 55 procent gedaald. We schatten de toekomst minder somber in. Dat Disney+ geen groeipotentieel meer zou hebben, geloven we niet. De stabilisatie is een gevolg van het feit dat Disney+ de abonnementsprijs dit jaar met 38

### DISNEY



**We schatten de situatie bij Disney minder somber in dan Wall Street.**

procent heeft verhoogd. De totale omzet van Disney was afgelopen kwartaal 21,8 miljard dollar en daarmee was dit het op twee na beste kwartaal in zijn geschiedenis. Disney is van plan 7.000 mensen te ontslaan en 5,5 miljard dollar kosten te besparen. Het zal uiteindelijk weer de marges halen die het had voordat het massaal in streaming ging investeren. Misschien gaat die marge wel hoger uitkomen dan voorheen, omdat er bij streaming nauwelijks kosten zijn om het product een keer extra te verkopen. De koers-winstverhouding lijkt met 38 torenhoog, maar zal snel dalen door de aangekondigde herstructurering. De verhouding tussen de omzet en de koers is gedaald tot 1,93, lager dan de 1,98 op het dieptepunt van de coronacrash. Disney heeft dezelfde omzet als in 2019 en staat op dezelfde koers als in maart 2020. Dat laat zien hoe goedkoop het aandeel is en waarom we onze positie in de voorbeeldportefeuille hebben opgetrokken (**koopwaardig, 1B**).

### NIEUWS UIT DE BEDRIJVEN

#### Thema basiswaarden

##### · Ackermans & van Haaren

zag zijn kaspositie in het eerste kwartaal met 18,2 miljoen euro toenemen tot 516,9 miljoen. De holding investeerde 30 miljoen euro, onder meer in Nextensa (0,97%) en Sipef (0,26%).

· **Alibaba** gaf meer details over de geplande opsplitsing van de groep in zes delen. Details in een volgend nummer.

· **EVS** komt sterk uit de startblokken met een omzetgroei in het eerste kwartaal van 46 procent tot 47,8 miljoen euro. Details in een volgend nummer.

· **Kinepolis** blijft inzetten op de best mogelijke bioscoopervaring door acht nieuwe IMAX-zalen te openen.

· **Prosus**: de kwartaalomzet van Tencent groeide met een hoger dan verwachte 11 procent, maar de nettowinst bleef onder de verwachtingen.

· **Tessenderlo Group** kocht sinds eind maart 122.162 eigen aandelen in (0,14% van het totaal).

· **Vodafone**: de nieuwe CEO Della Valle maakt schoon schip met een stevige ontslagronde van 11.000 personeelsleden. Details in het volgende nummer.

#### Thema grondstoffen

##### · Global X Copper Miners en VanEck Vectors Gold Miners

de overname van Newcrest Mining door Newmont bevestigt de toenemende overnameactiviteit in edelmetalen, maar ook dat de kopersector voor gigantische investeringsnoden staat.

#### Thema vergrijzing

· **Argenx**: volgens het persbureau Bloomberg geniet argenx interesse van heel wat bigfarmabedrijven. De verwachte fase III-resultaten in juli met efgartigimod

in CIDP zou een en ander in beweging kunnen zetten, al herhaalt het bedrijf zelfstandig te willen blijven.

· **MDxHealth** meldde een beter dan verwachte kwartaalomzet van 14,7 miljoen dollar en een vermindering met 34 procent van de cashburn tegenover het vorige kwartaal tot 7,9 miljoen. De jaarverwachtingen werden bevestigd.

· **Sequana Medical**: PMV zakte door het hoger aantal uitstaande aandelen passief onder de drempel van 5 procent (4,8%), terwijl het belang van Optiverder klimt naar 3,29 procent.



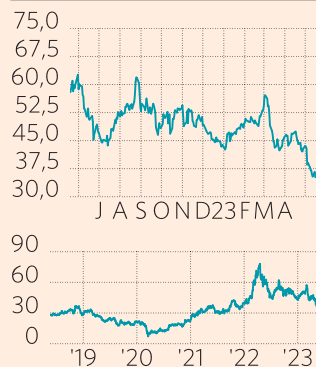
## WERELDVOEDSELVOORRADEN OP BODEMNIVEAU

## Tip van de week: Mosaic

De Amerikaanse meststof-fengigant **Mosaic** beleefde een fenomenaal 2022. De jaarmet krom met 55 procent tot 19,1 miljard dollar (+120%). De recurrente bedrijfskasstroom of rebitda (zonder eenmalige elementen) steeg met 73 procent tot 6,2 miljard dollar. De nettowinst sprong 120 procent hoger tot 3,6 miljard dollar, of 10,06 dollar per aandeel. Die recordcijfers vielen finaal aanzienlijk lager uit dan de verwachtingen die analisten koesterden: een jaarmet van 21,9 miljard dollar en een nettowinst per aandeel van 14,1 dollar. 2022 geeft een dubbel beeld, waarbij de door de oorlog in Oekraïne aangedreven prijshausse na de piek in april overging in een stevige terugval. De potasprijs zakte van omtrent 1.200 dollar per ton naar 408 dollar, het niveau van het voorjaar van 2021. Bij de fosfaatmeststoffen ging het van een piek van 954 naar 620 dollar per ton. Die terugval mist zijn effect niet. De omzet daalde in het eerste kwartaal met 8 procent tegenover het eerste kwartaal van 2022 tot 3,6 miljard dollar. De rebitda viel met 46,5 procent terug tot 777 miljoen dollar en de nettowinst met 63,2 procent tot 434,8 miljoen dollar, of omgerekend tot 1,28 dollar per aandeel. De potasafdeling verkocht 1,9 miljoen ton (+6%), maar de gemiddelde verkoopprijs zakte van 582 naar 421 dollar per ton. De rebitda zakte van 651 miljoen naar 474 miljoen dollar. In december stopte



## MOSAIC



**Koers:** 35,79 dollar  
**Ticker:** MOS US  
**ISIN-code:** US61945C1036  
**Markt:** New York  
**Beurskapitalisatie:** 11,9 miljard dollar  
**K/w 2022:** 3,5  
**Verwachte k/w 2023:** 7  
**Koersverschil 12 maanden:** -38 %  
**Koersverschil sinds jaarbegin:** -18 %  
**Dividendrendement:** 2,2 %

Mosaic tijdelijk de productie in de Colonsay-potasmijn. Voorlopig volstaat de capaciteit in de goedkopere mijnen Esterhazy en Belle Plaine (samen 9 miljoen ton). In de fosfaatafdeling steeg de verkoop met 11 procent tot

1,8 miljoen ton, maar daalde de omzet van 1,8 miljard tot 1,7 miljard door de lagere gemiddelde prijzen (-15,2% tot 666 dollar per ton). De rebitda zakte van 632 miljoen tot 382 miljoen dollar. Hetzelfde beeld bij Mosaic Fertilizantes, de activiteiten in Latijns-Amerika: meer volume (2,1 miljoen ton tegenover 1,8 miljoen) en lagere prijzen (-20,9% tot 646 dollar per ton) die de omzet drukten van 1,5 miljard naar 1,3 miljard dollar. Door de verwerking van de dure hoge voorraden kromp de rebitda van 233 miljoen naar 3 miljoen dollar. Mosaic investeert jaarlijks 1,3 à 1,4 miljard dollar in hoogrenderende interne optimali-

## We zien het komende jaar flink wat herstelkansen.

saties of uitbreidingen, maar laat alle overblijvende vrije kasstromen volledig terugvloeien naar de aandeelhouders. Door de hausse van 2021 en 2022 verdubbelde het reguliere brutodividend

op jaarbasis tot 80 dollarcent per aandeel. In maart kwam er een eenmalig brutodividend van 25 dollarcent per aandeel. Maar vooral werd de voorbije achttien maanden liefst 15 procent van het aantal uitstaande aandelen ingekocht en vernietigd. De beoogde afbouw van de langetermijnschuld met 1 miljard tot 3,4 miljard is sinds november afgerond. Dit jaar zal opnieuw zowat alle vrije kasstroom terugvloeien naar de aandeelhouders (608 miljoen in het eerste kwartaal), al zullen de bedragen aanzienlijk lager liggen. De sectorfundamenten blijven sterk door de laagste verhouding tussen de voorraden aan granen en oliezaden tegenover het verbruik sinds 25 jaar. Na een jaar van minder bemesting zal die factor samen met de lagere meststoffenprijzen de vraag ondersteunen. In Europa viel de lente tegen, maar in de Verenigde Staten zag Mosaic 20 procent meer vraag in maart en april, een herstel dat later zou doortrekken in Brazilië en Azië.

## Conclusie

De teruggevallen meststoffenprijzen hakten stevig in op het aandeel, dat bijna 55 procent onder de piek van april 2022 noteert. Tegen 7 keer de verwachte winst voor 2023 en 8 keer de verwachte winst voor 2024 is de waardering opnieuw aantrekkelijk. Het aandeel nadert een technisch steunniveau. We zien het komende jaar flink wat herstelkansen.

**Advies:** koopwaardig  
**Risico:** gemiddeld  
**Rating:** 1B

VERSCHEENEN OP TRENDS.BE/BELEGGEN  
 OP 19 MEI