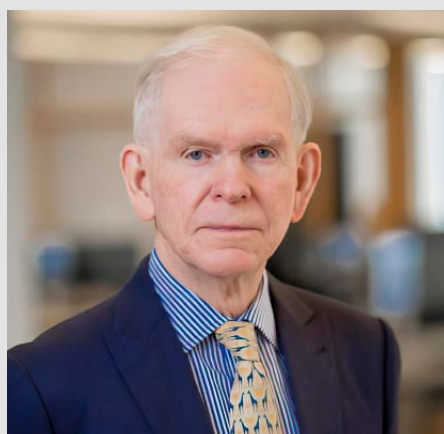




Warren Buffett ANP

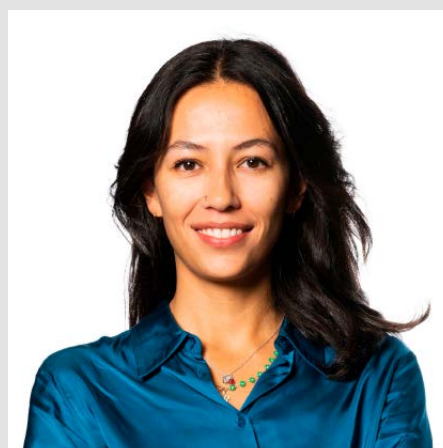
Wat kopen topbeleggers?



Jeremy Grantham



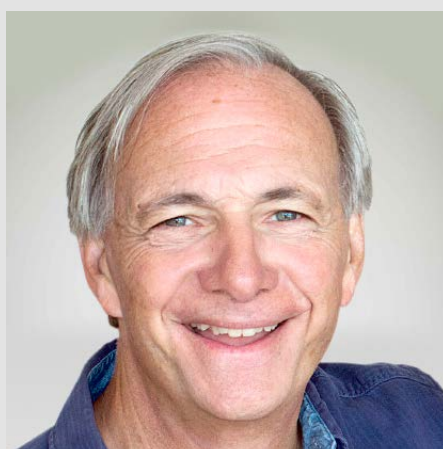
Terry Smith



Reineke Davidsz



Hilco Wiersma



Ray Dalio



Steven Cohen

Ter inspiratie voor uw eigen portefeuille is het altijd aardig om de transacties van topbeleggers te volgen. Welke aandelen zijn gewild onder Amerikaanse goeroes? En: twee bekende Nederlandse fondsbeleggers lichten hun meest recente aankopen persoonlijk toe. Door Lucia Rodenburg

We beginnen maar meteen met meesterbelegger **Warren Buffett**. Uit data over het derde kwartaal 2022 – de meest recente gegevens – blijkt dat het Orakel uit Omaha is ingestapt in **TSMC**, de grootste chipfabrikant ter wereld en een belangrijke klant van ASML. Buffett kocht 60 miljoen aandelen en de positie maakt nu 1,39% uit van de portefeuille van Berkshire Hathaway.

De bekende hedgefondsmanager **Ray Dalio** van Bridgewater Associates kocht in 2021 en 2022 regelmatig plukjes **VISA** bij, in het derde kwartaal (2022) deed hij een grotere aankoop van 725.000 stuks. VISA is marktleider op het gebied van digitaal betalen, maar vooral bekend van creditcarddiensten. Het bedrijf duikt regelmatig op in lijstjes met meest waardevolle merken ter wereld. En in portefeuilles van (groot)beleggers dus.

Populaire aandelen

Hedgefondsmanager **Steven Cohen** van Point72 Asset Management kocht recent een pluk van 3 miljoen aandelen bij van de Chinese techgigant **Alibaba**. Hij bezit nu ruim 3,5 miljoen Alibaba-aandelen. Totale waarde: zo'n \$387 miljoen. Waardebelegger **Jeremy Grantham**, oprichter van GMO Asset Management, kocht een paar maanden terug 729.000 aandelen van de Amerikaanse farmareus **Johnson & Johnson** bij.

Iets dichterbij huis vinden we de Brit **Terry Smith** van Fundsmith, ook wel de Engelse Warren Buffett genoemd. Hij stapte in bij **OTIS**, de grootste producent van liften

en roltrappen ter wereld. Hij kocht ruim 6 miljoen aandelen, goed voor 2,1% van de portefeuille. Wat deze bekende beleggers kopen geeft goed weer welke aandelen populair zijn en waar mogelijk (koers)potentie zit.

Lokale stockpicks

En wat voegden bekende Nederlandse beleggers toe aan hun portefeuille? **Hilco Wiersma**, medeoprichter en fondsmanager van Add Value Fund, gespecialiseerd in Nederlandse small- en midcaps, kocht met zijn team recent aandelen **ASMI** en **Basic-Fit** bij. Beide aandelen zijn in 2023 *star performers* in de Add Value-portefeuille, met koersstijgingen van respectievelijk 42% en 38%.

Nederland heeft drie vooraanstaande chipmachinemarkers binnen de grenzen en daar zijn we uniek in, stelt Wiersma. 'Twee daarvan, ASMI en Besi, maken vanaf respectievelijk 2010 en 2013 onderdeel uit van het Add Value-fonds en zijn de afgelopen jaren belangrijke aanjagers van ons rendement geweest. ASMI is al enige tijd de grootste positie in ons fonds en maakt nu de maximale 20% uit van de portefeuille.'

Geopolitieke risico's

Over nut en noodzaak van (micro)chips is iedereen het eens. Wiersma: 'Microchips zijn onmisbaar in de digitale samenleving en op strategisch gebied belangrijker dan olie. De totale omvang van de chipmarkt bedraagt 600 miljard dollar, China koopt meer dan de helft. Dat is meer dan het land aan olie importeert.'

Hoe groot zijn de risico's van de geopolitieke strijd tussen de VS en China, waar ook Nederlandse chipbedrijven in meegezogen worden? ASMI behaalt 16% van de omzet uit chipmachines in China en leek hard geraakt te worden door de strengere exportrestricties die Amerika China oplegde. Maar volgens Wiersma blijven de gevolgen relatief beperkt. 'Ze mogen bepaalde machines niet meer leveren, maar dat is een relatief klein percentage. De impact is slechts circa 3% van de totale chipmachineverkoop.'

De geopolitieke situatie biedt zelfs kansen. 'Vanwege het strategisch belang van microchips hebben de VS en Europa enorme budgetten vrijgemaakt om de lokale chipindustrie te stimuleren. Hierdoor kunnen chipproducenten enorme investeringen doen, waar chipmachinefabrikanten van profiteren.'

'Basic-Fit: uniek'

'Basic-Fit maakt sinds eind 2019 deel uit van onze portefeuille', aldus Wiersma. 'Het is de Europese marktleider in fitnessketens en ook de goedkoopste. De afgelopen tien jaar groeide het aantal sportscholen met gemiddeld 22%. Nu zitten ze op 1.200 en de doelstelling ligt op 3.000 tot 3.500 sportscholen in 2030. Sportscholen openen is niet uniek, maar het zo snel opschalen in combinatie met een structureel hoog rendement op het geïnvesteerde kapitaal is dat wel.'

Afgelopen herfst ging de koers fors onderuit, maar dat gaf Wiersma de kans om tegen een aantrekkelijke waardering het belang



ISTOCK



weer uit te breiden. 'Dat de koers zo onderuitging, had te maken met hogere energieprijzen en een minder sterke ledengroei dan verwacht. Basic-Fit is op jaarbasis per vestiging nu gemiddeld €30.000 méér kwijt aan energielasten; dat tikt behoorlijk aan met 1.200 sportscholen. Ook hun eigen leden keken door de hoge energieprijzen kritisch naar al hun kosten, sommigen zegden hun abonnement op. De toestroom van nieuwe leden vertraagde na de zomer, dat had het bedrijf niet verwacht. Dat verklaarde de schrikreactie op de beurs.'

Toch heeft Basic-Fit een fantastisch jaar achter de rug, stelt Wiersma. 'De gemiddelde yield per lid ligt op een recordhoogte van €22,50. Daarbij zijn er prijsverhogingen doorgevoerd in Frankrijk – het grootste land – van €5 voor nieuwe leden en €1 voor bestaande leden. Voor €1 zeg je niet zo snel je abonnement op. En nog is Basic-Fit *by far* de grootste en de goedkoopste. Wij blijven de waarde van Basic-Fit inzien. De sterke koersdaling bood een kans om onze weg in portefeuille te vervielfoudigen.'

Auto- en industriesector

Reineke Davidsz, CFA, is portfoliomanager bij Van Lanschot Kempen. Ze beheert samen met een team collega's de **Kempen High Dividend-fondsen**. De laatste tijd heeft de fondsmanager vooral aandelen bijgekocht in de traditionele autosector en in de industrie.

'We selecteren ondernemingen met een

hoog dividendrendement. Voor onze strategieën is dat minimaal 2%. Bij aankoop hanteren we nog steeds deze stelregel, maar mocht het dividendrendement eronder vallen en er is perspectief dat het later weer zal stijgen, kunnen we het aandeel aanhouden.'

Van Lanschot Kempen hanteert bij de selectie drie pijlers: sterke kasstroomgeneratie, solide kapitaalallocatie en aantrekkelijke waardering. Vooral een gezonde kasstroom is van belang, legt Davidsz uit. 'Door de sterk gestegen inflatie en hogere rentes krijgen beleggers steeds meer aandacht voor bedrijfswinsten en kasstromen. Dat is in de regel positief voor dividendaandelen. Een onderneming heeft simpelweg kasstroom nodig om dividend te kunnen betalen. Welke bedrijven hebben genoeg kapitaal om uit te betalen aan aandeelhouders?'

'We zagen in de auto-industrie dat er in tijden van "gratis geld" veel start-ups bij kwamen. Het wordt nu door de hogere rente steeds lastiger voor dit soort bedrijven, die vaak (nog) weinig kapitaaldiscipline hebben en geen kasstroom genereren, om financiering te vinden. Dat is positief voor de oude economie en de traditionele auto-industrie. Het concurrentielandschap is veranderd vanwege de hogere rentes.

'Een ander belangrijk thema is *'back to normal'*. De industriële sector profiteert bijvoorbeeld van een toeleveringsketen die meer in balans is. Bedrijven binnen de sector luxeconsumentengoederen hebben vaak veel Chinese klanten. Zij varen wel bij de her-

opening van China.' In verschillende sectoren heeft Van Lanschot Kempen breed namen aangekocht, zegt Davidsz. 'Wat ons hielp was het feit dat de markten behoorlijk volatiel waren en de waarderingen enorm afnamen. Daardoor zijn veel ondernemingen in ons universum met een dividendrendement-tar-get van 2% gekomen.'

Remmen en medische technologie

In het maandbericht (december) van het Kempen Global High Dividend Fund staat dat de fondsmanagers **Knorr-Bremse** hebben gekocht, wereldleider in remsystemen voor transportvoertuigen zoals treinen en bussen. Ook **Medtronic** werd gekocht. 'Dankzij strenge veiligheidsvoorschriften, het uitstekende productassortiment en de sterke klantrelaties kan Knorr-Bremse hun marktaandeel waarschijnlijk nog jarenlang in stand houden.'

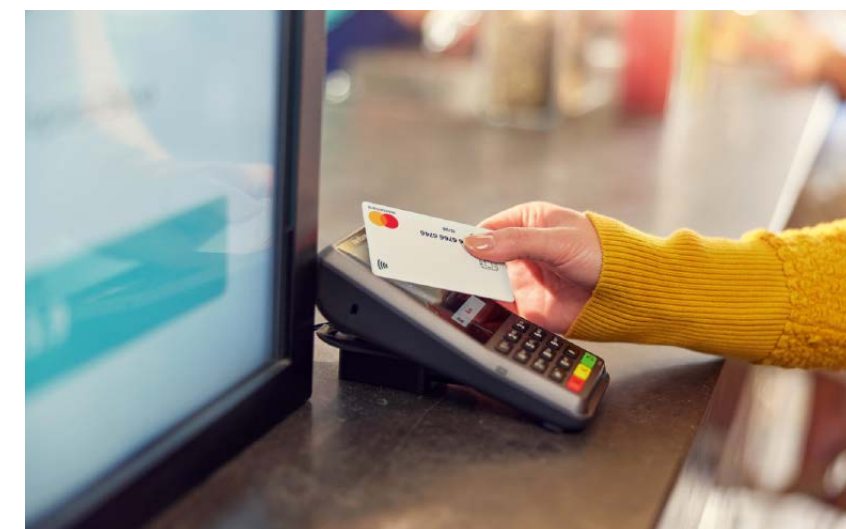
Medtronic is een van de grootste ondernemingen ter wereld op het gebied van medische technologie. 'Gegeven het brede productaanbod en de vergrijzende bevolking zal Medtronic van de sterke sectorbrede groei profiteren. Het aandeel heeft de laatste jaren zwak gepresteerd: als gevolg van de pandemie werden er minder chirurgische ingrepen uitgevoerd.

Medtronic ondervindt ook hinder van verstoringen in toeleveringsketens en van stijgende inputkosten.' Davidsz en haar team van fondsmanagers verwachten dat de onderneming op termijn zich volledig van deze tijdelijke tegenslagen herstelt.

ADYEN | BUY | KOERS: € 1335,20 | KOERSDOEL: € 1500 | UPSIDE: 12%

Lelijke misser

Adyen rapporteerde een flinke misser op Ebitda-niveau en is daar door beleggers voor afgestraft. Vooral het aantrekken van nieuwe medewerkers kostte veel geld. De marge staat nu onder druk. Door Martin Crum



ADYEN

Hoewel het concern de groei-doelstellingen voor de middellange termijn intact houdt, waren de resultaten over het tweede halfjaar ruim onder verwachting en zal het ook in 2023 lastig worden de doelstelling van een CAGR tussen de 25 - 33% (op omzetniveau) te houden dan wel te krijgen.

De cijferpijn zit bij de Ebitda. Wij waren op voorhand op zoek naar een Ebitda-marge van 60%. Die lag over 1H22 wat lager (59%), maar daarin zaten wat bijzondere posten. Adyen vliegt volledig uit de bocht met een Ebitda-marge van slechts 52%.

En hoewel dat nog steeds een marge is waar de meeste bedrijven niet eens over durven dromen, scoort het concern hiermee mijlenver onder de consensus en ook onder de eigen calculaties van de Beleggersdesk.

Veel nieuwe mensen

De oorzaak is snel gevonden: Adyen investeert fors in het aantrekken van nieuwe mensen. Er kwamen in H2 bijna dubbel zoveel werknemers bij als in H1 en dat kost geld. Het aantal fulltime werknemers is opgelopen tot boven de 3300. Dat was een jaar geleden nog geen 2200. Geen probleem zolang de onderliggende groei gelijke tred houdt, maar dat was het afgelopen halfjaar niet het geval.

Bovendien: Adyen verwacht dat het dit jaar nog eens net zoveel fulltimers aanneemt. En ook voor dit jaar geldt dat de groei dat tempo van uitbreiding van het werknemersbestand niet kan bijhouden. Een herstel van de Ebitda-marge tot boven de 60% wordt dan onhaalbaar: het zal eerder maximaal 50%

worden, ver van de doelstelling van 65% voor de middellange termijn.

Lange termijn zit in DNA

Adyen zegt in het jaarbericht hierover dat het die Ebitda-marge doelstelling van 65% 'eventueel snel kan behalen, maar dat het focust op de langere termijn.' Die focus op de lange termijn zit sterk in het DNA van Adyen.

Mede daarom hebben we diverse malen aangegeven dat dit aandeel louter geschikt is voor beleggers die het fonds minimaal drie jaar in portefeuille willen houden.

Ook voor FY23 hoeven beleggers er niet op te rekenen dat de middellangetermijndoelstelling van 65% in zicht komt. Eerder het tegendeel: wij gaan gezien het forse tempo van uitbreiding van het werknemersbestand uit van een Ebitda-marge van slechts 49% voor dit jaar.

Adyen geeft aan dat het na 2023 het rustiger aan zal doen met het investeren in nieuwe medewerkers. Aangezien wij rekenen met een verdere stevige groei van zowel de afgehandelde betalingen als de eigen omzet, kan de Ebitda-marge in 2024 (deels) herstellen. Wanneer we wat verder vooruitkijken, richting 2025, komt Adyen op basis van onze calculaties tot een k/w van afgerond 35. Hoewel stevig, is dat afgezet tegen een verdere robuuste groei in de jaren nadien juist een attractieve waardering.

De koersafstraffing vormt een interessant instapmoment voor beleggers die voor de echt wat langere termijn beleggen.

(Zie ook pag. 26-27)

ADYEN

Potentieel

●●●○

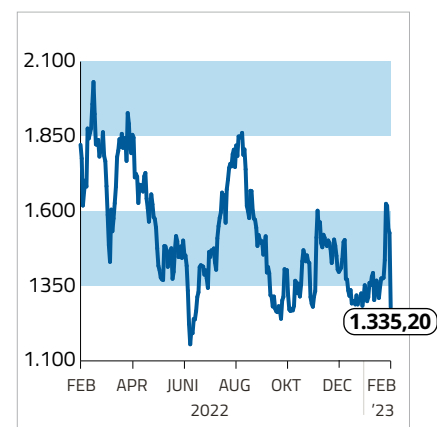
BUY

Koers € 1.335,20 Datum 10-02-23

L 52 wk. € 1.148,00 H 52 wk. € 2.075,50

Uitstaande aandelen (x 1000) 30.986

Beurswaarde (€ mln) 41.373



KERNGEGEVENS (IN €)

	2023*	2024*	2025*
Winst p/a	23,44	31,87	43,45
K/W	57,0	41,9	30,7
Dividend p/a	0,00	0,00	30,64
Dividend %	0,0%	0,0%	2,3%
Omzet (mln)	1.728	2.269	3.918
Ebitda (mln)	931	1.283	1.770
NW** (mln)	728	1.000	1.388

* = verwacht, ** = Nettowinst