

THE MARKETS!

Nieuwsbrief van Dierickx Leys Private Bank
Jaargang 8, nummer 10 - Oktober 2022

TINA has left the building

Een van de centrale thema's in de financiële wereld gedurende vele jaren was de dalende rente. In de nasleep van de oliecrisis van de jaren '70 en de hoge inflatie die ze veroorzaakten, voerden centrale banken in het begin van de jaren '80 drastische renteverhogingen door om de te hoge inflatie naar beneden te krijgen. Een sleutelrol lag daarin bij de toenmalige voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, Paul Volcker. Hij was vastberaden om de inflatie opnieuw onder controle te brengen en zou de rente optrekken tot het niveau dat nodig was om dat doel te bereiken. Volcker verhoogde de kortetermijnrente in 1980 zelfs tot een record van 20 %, en stortte zo de economie in een recessie. Maar, de hoge inflatie was daarmee wel verdwenen.

Sinds die piek in 1980 hebben we in de westerse wereld een periode van maar liefst vier decennia gekend van relatief lage inflatie en geleidelijk dalende rentevoeten. De afgelopen jaren mondde die beweging uiteindelijk uit in een periode van ongeziene negatieve rentevoeten. Het is in die periode dat het acroniem TINA (There Is No Alternative) in de financiële wereld opgang maak-

te. De rentevoeten waren zo laag, of zelfs negatief, waardoor obligaties niets opbrachten en er voor beleggers geen alternatieven waren voor aandelen. De aandelenmarkten floreerden daardoor de voorbije jaren en de waarderingen van aandelen liepen op. De stijgende inflatie die ontstond als gevolg van de coronacrisis, en nog verergerd werd door de oorlog in Oekraïne en zijn effecten op de energieprijzen, maken nu een einde aan dat tijdperk. Centrale banken verhogen nu hun rentevoeten om de hoge inflatie aan te pakken, en de voorbije maand zagen we forse ingrepen van verschillende landen. De boodschap die de centrale bankiers meegeven, is ook dat ze niet zullen stoppen met het optrekken van de rente alvorens de inflatie opnieuw onder controle is, wat herinneringen aan Volcker oproept.

De hoge rentevoeten van veertig jaar geleden zien we echter niet snel terugkomen, maar het tijdperk van dalende rente lijkt nu wel voorbij. Dat besef groeit in de markt en dat zagen we in september duidelijk in de aandelenmarkten bij de rentegevoelige aandelen. GVV's, de beursgenoteerde vastgoedvennoot-



Geert Campaert

schappen, werden de voorbije jaren gezien als een alternatief voor obligaties vanwege hun stabiele huurinkomsten en zeker dividend. De lage rente maakte dat beleggers bereid waren om een alsmaar hogere prijs te betalen voor die aandelen, omdat zelfs aan een grote premie op hun intrinsieke waarde het dividendrendement nog altijd groter was dan het rendement dat ze konden krijgen op een kwaliteitsobligatie. In september stegen de rentevoeten in Europa en de VS verder door, waardoor obligaties nu stilaan opnieuw een rendement bieden dat hoger is dan dat van de GVV's. Het is dan ook niet verwonderlijk dat die aandelen in september de hardste klappen kregen, en de premies die beleggers bereid waren te betalen, in sneltempo aan het wegsmelten zijn. TINA heeft ondertussen aangekondigd dat ze op pensioen gaat.



Jonathan Mertens

Opiniewijzigingen

Datum	Naam	Oud advies	Nieuw advies	Reden advieswijziging
10/10/22	VGP	Houden	Kopen	Koers voldoende teruggevallen
13/09/22	Elia	Houden	Verkopen	Opgelopen waardering
30/09/22	Fagron	Houden	Houden	Verdwijnt uit de selectie

Toelichting opiniewijzigingen

VGP

€ 69,7*

Vastgoed - Kopen

Na recordjaar 2021 lijkt het momentum voor het logistieke vastgoed ondertussen opnieuw wat getemperd te zijn. Waar VGP aan het begin van dit jaar nog hintte op 1 à 1,5 miljoen m² aan nieuwe ontwikkelingsprojecten, werd die raming nu ingetrokken. Omdat ook in de bouwsector de kosten sterk de hoogte in gaan, zegt CEO Jan Van Geet zich ervan te willen vergewissen dat nieuwe projecten ook daadwerkelijk rendabel zullen zijn. Projecten met onvoldoende vooraf afgesloten huurcontracten laat VGP bijgevolg voorlopig naast zich. Het management blijft evenwel rekenen op een solide groei van de nettovermogenswaarde vanwege de aan de inflatie gelinkte vastgoedportefeuille en het strategische partnerschap met Allianz Real Estate, al werd die laatste ondertussen gedeeltelijk on hold gezet. Het huidige turbulente marktklimaat, gedreven door de stijgende rente en de nakende economische terugval, bemoeilijkt immers de prijsonderhandelingen. Desondanks stellen beide partijen dat uitstel geen afstel betekent. Het aandeel tuimelde sinds het hoogtepunt in december ongeveer 72 % lager en noteert zo aan een korting op de netto-actiefwaarde van bijna 35 %. Het aandeel transformeerde in een mum van tijd van felbegeerd groeiaandeel naar weinig populair waarde-aandeel. Ondanks dat de ontwikkelingsactiviteiten



<https://www.dierickxleys.be/nl/studies/vgp>

de komende periode wellicht een stuk lager zullen uitvallen, blijft VGP onderliggend een interessante vastgoedspeler met een kwalitatief management. Het kan mogelijk nog even duren alvorens het momentum rond VGP (en vastgoed in het algemeen) weer in positieve zin evolueert gegeven de nog aanstaande renteverhogingen, de afvlakkende (en mogelijk stijgende) kapitalisatievoet en de algemene onzekerheid aangaande de nakende recessie. Het verdere verloop van de samenwerking met Allianz zal daarbij een belangrijke katalysator vormen. Het advies blijft KOPEN, al werden de zones neerwaarts bijgesteld vanwege de onzekerheden rond de joint ventures.

* Koersdatum: 10/10/2022

Bron: Dierickx Leys Private Bank

Elia

€ 117,90*

Nutsector - Verkopen

Terwijl de wereldwijde aandelenmarkten sinds het begin van het kalenderjaar al stevige klappen te verduren kregen, gedreven door de oorlog in Oekraïne, de torenhoge inflatie en de almaar stijgende rente, koerste Elia zowat een kwart hoger. Ondanks de trend van stelselmatig dalende toegelaten rendementen binnen de regelgevende kaders, geniet Elia binnen de huidige macro-economische situatie immers van enkele troeven. Zo bieden de huidige tariefmethodes een dekking tegen onder andere volumefluctuaties, stijgende interestlasten op financieringen en hogere inputkosten (inflatie). Daarnaast zet de oorlog in Oekraïne opnieuw een boost op de investeringen richting hernieuwbare energie, waarvoor Elia de nodige infrastructuur moet aanleggen. Die troeven hebben de koers evenwel gedreven tot een historisch hoog niveau, waardoor het aandeel zowel ten opzichte van concurrenten als ten opzichte van zichzelf erg duur gewaardeerd staat. Het verwachte brutodividendrendement is zo ook teruggevallen tot een magere 1,34 % aan een verwachte pay-out ratio van 45 %. Het bedrijf staat relatief ten opzichte van de winst ongeveer twee keer zo duur als het gemiddelde niveau tussen 2011 en 2019. Aan de huidige koers lijkt het daarom eerder opportuun om Elia wat af te bouwen in de portefeuille ten voordele van meer afgestrafte aandelen die aan interessantere waarderingen noteren. Het advies gaat om die reden een trapje lager naar VERKOPEN, al blijft Elia interessant om in het oog te houden in afwachting van een wat ontluchte beurswaardering.



<https://www.dierickxleys.be/nl/studies/elia>

* Koersdatum: 10/10/2022

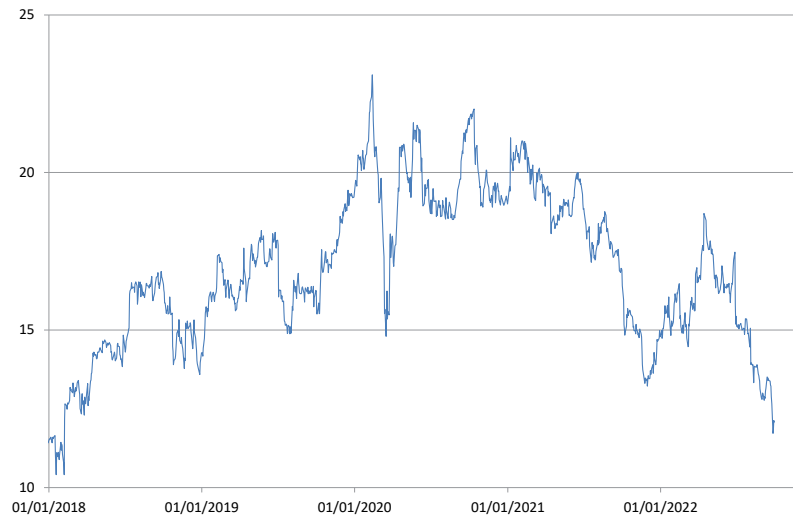
Bron: Dierickx Leys Private Bank

Fagron

€ 12,65*

Farmacie - Houden

De halfjaarresultaten van Fagron vielen relatief gezien vrij goed mee. Maar beleggers maken zich in toenemende mate zorgen over het stijgend aantal uitdagingen waar Fagron mee te kampen heeft. Zo zijn er onder andere de zwakkere groei in Europa en Latijns-Amerika, en de toegenomen concurrentie in die regio's die het moeilijk maakt om kosteninflatie door te rekenen en de marges te handhaven. Ook is het uitkijken naar de financiële impact van de overname van een productiestigting in Boston. Tot slot is er nog het FDA dat zich vragen stelde bij de veiligheids- en hygiënenormen bij de verpakkingssite van Fagron in Minnesota en waar een oplossing nog een tijdje op zich zal laten wachten. Aan de huidige waardering, en gezien de onzekerheden, komen we niet verder dan een 'houden'-advies. We gaan op zoek naar betere alternatieven en het aandeel verdwijnt dan ook uit de selectie.



Dierickx Leys Journal, The Markets! en Flash! kan u terugvinden op onze website dierickxleys.be onder de rubriek 'Magazine en nieuwsbrieven'.

* Koersdatum: 30/09/2022

Bron: Dierickx Leys Private Bank

Verantwoordelijke uitgever: Werner Wuyts

Opmaak: JEdesign.be

DIERICKX LEYS
P R I V A T E B A N K

Blijf op de hoogte en volg ons via



[linkedin.com/company/dierickx-leys-private-bank](https://www.linkedin.com/company/dierickx-leys-private-bank)



[facebook.com/dierickxleys](https://www.facebook.com/dierickxleys)



blog.dierickxleys.be

'The Markets!' is een maandelijkse uitgave van Dierickx Leys Private Bank, Kasteelpleinstraat 44-46, BE-2000 Antwerpen T +32 3 241 09 99.

De redactie wordt verzorgd door Geert Campaert, Willem De Meulenaer, Jasper Thysens, Jonathan Mertens en Werner Wuyts. Overname uit deze publicatie is toegelaten mits bronvermelding. De beleggingsinstrumenten vermeld in deze publicatie zijn niet geschikt voor alle beleggers. Er dient rekening gehouden te worden met de doelstellingen, financiële draagkracht, kennis, ervaring en risicokenmerken van de belegger. De Bank verstrekt langs deze weg geen persoonlijk beleggingsadvies. Meer informatie over de selectie en beoordelingsmethodes van hoger vermelde effecten en de onafhankelijkheid van het onderzoek ervan vindt u op dierickxleys.be in de rubriek beleggingsadvies. De vermelde historische resultaten en prognoses zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De vermelde opinies kunnen in de toekomst wijzigen. De bedragen in vreemde valuta kunnen onderhevig zijn aan fluctuaties.