



Beleggers zijn vanwege de voortdurende onzekerheid op hun hoede voor meer ellende. Zo houden professionele beleggers momenteel meer cash aan dan ze sinds de kredietcrisis hebben gedaan. Het aantal gebruikte derivaten om neerwaartse risico's af te dekken is vier keer zo hoog als gemiddeld. De indicatoren die het sentiment aangeven onder beleggers staan op zwaar weer. Kortom, somberheid troef. In het verleden waren dergelijke perioden van pessimisme vruchtbare bodems voor een naderende rally. Op een zeker moment is al het slechte nieuws immers wel ingeprijsd en vanaf dat moment kan het eigenlijk alleen maar meevallen.

Pijn bij obligatiebeleggers

De Fed heeft in een ongezien hoog tempo de rente verhoogd van nul naar 3,25%. Naar alle waarschijnlijkheid zal de Fed Funds Rate dit jaar nog naar 4-4,5% oplopen. Het heeft de rente op alle looptijden de hoogte in gejaagd. De MOVE-index (de volatiliteitsindex voor obligaties) is op een niveau hoger dan tijdens de coronacrisis beland en nadert zelfs het niveau van de kredietcrisis. Het is een teken van toenemende nervositeit onder obligatiebeleggers. De rentestijgingen waren ook niet kinderachtig tot op heden en obligatiebeleggers hebben niet eerder zulke forse verliezen geleden in een jaar tijd. 'Veilig' blijkt dit jaar verre van veilig.

Is er al een alternatief?

Deze rentestijgingen hebben het beeld op de financiële markten volledig doen omslaan. Jarenlang gold het motto There Is No Alternative (TINA), omdat er geen serieuze alternatieven waren voor een belegging in aandelen. Zakenbank Morgan Stanley constateerde echter dat TINA has left the building. Een hogere rente zorgt immers voor alternatieven voor aandelen (obligaties, sparen). Hoewel? De Fed heeft meer dan eens duidelijk aangegeven nog niet van plan te zijn te stoppen met het verkrappende beleid. Er komen immers nog meer renteverhogingen. Daarom stappen wij nog niet op grote schaal over naar obligaties met langere looptijden. We gaan liever op het beleid van de Fed af. Bovendien is de markt niet te timen. Liever zijn wij iets te laat, maar nog steeds ruim op tijd om goede rendementen te realiseren.

Nu wordt er voortdurend door de markten gespeculeerd op het moment dat de inflatie zijn hoogste punt bereikt heeft. Peak Inflation. De macro-economische indicatoren worden nauwlettend in de gaten gehouden om dat moment te kunnen timen. Het heeft dit jaar al een paar keer tot bear market rally's geleid, die vervolgens weer verzandden omdat de inflatie hardnekkiger bleek dan verwacht. Inderdaad, de prijzen van veel grondstoffen zijn gedaald en de verstoringen in de aanvoerketens zijn nagenoeg verdwenen. Maar, de lonen stijgen wel. Werknemers eisen immers compensatie. En de prijzen van de belangrijkste grondstoffen, energie, blijven wel aan de hoge kant.

(Nog) geen twijfel bij de Fed

De Fed huldigt vooralsnog het standpunt dat het bestrijden van de inflatie pas is gelukt als er sprake is van positieve reële rentes over de hele looptijd. Met andere woorden, de nominale rente moet over de gehele looptijd van de rentecurve hoger zijn dan de inflatie. Een boodschap die tot op heden nog steeds niet helemaal lijkt ingedaald bij beleggers, daar er iedere keer weer een opleving plaatsvindt bij gunstige macrocijfers. De Federal Reserve heeft zelfs aangegeven een recessie te accepteren mocht dat nodig zijn om de inflatie te bestrijden.

Toch zijn sommige leden van het beleidsbepalend comité van de Fed bang dat er te hard op de rem wordt getrapt. Zij zijn van mening dat de Fed het tempo van de renteverhogingen moet verlagen en eerst moet kijken wat de effecten zijn van de al gedane rentestappen. Met het op 21 september unaniem genomen besluit om de rente met 75 basispunten te verhogen naar een bandbreedte van 3-3,25%, kwam deze uit op een 'neutraal niveau'. Dit betekent dat dit renteniveau de economie niet helpt maar ook niet tegenwerkt.

Dat de Amerikaanse economie (nog) niet wordt tegengewerkt, bleek uit de eerste raming van de economische groei in het derde kwartaal. Die kwam uit op 2,6% positief, terwijl er in de voorgaande twee kwartalen sprake is geweest van een krimp.

ECB levert

De ECB heeft inmiddels ook serieus de strijd aangebonden met de hoge inflatie. Zoals verwacht werd de beleidsrente voor de tweede keer op rij met 75 basispunten verhoogd. Daarmee is het officiële rentetarief naar 1,5% gebracht. Tot juni van dit jaar was deze rente maar liefst acht jaar negatief.

Deze rentestap is de derde in korte tijd en werd alom verwacht, aangezien de inflatie in de Eurozone nu 9,9% bedraagt. Christine Lagarde gaat er dan ook van uit dat er nog meer renteverhogingen doorgevoerd zullen moeten worden om de inflatie af te laten koelen. Dat is logisch, want 1,5% ligt nog ruim onder wat als een neutraal renteniveau wordt gezien. Om dat proces te bespoedigen en om ruimte te creëren voor mogelijk noodzakelijke toekomstige maatregelen zal door de ECB snel een begin moeten worden gemaakt met het afbouwen van de balans. Vooral nog maakt de ECB nog geen aanstalten om al te verkrappen. Daarover wordt volgens Lagarde pas in december een ei gelegd.

Wat betreft die hoge inflatie is het natuurlijk ook interessant om te kijken hoe de hogere kosten doorwerken in de bedrijfsresultaten van de diverse ondernemingen. Daarom wordt er onderstaand een aantal resultaten voor u op een rijtje gezet.

Chapeau voor Constellation Brands

Het nettoresultaat van **Constellation Brands** kwam uit op \$ 1,15 miljard negatief. Dat lijkt erger dan het is. Constellation Brands heeft in 2018 namelijk voor ongeveer \$ 4 miljard een belang van 38% in de wietproducent Canopy Growth gekocht. De rode cijfers onder de streep zijn volledig toe te schrijven aan de afwaarderingen op de goodwill en de daling van de beurswaarde van de aandelen Canopy Growth.

De aangepaste winst per aandeel exclusief Canopy is uitgekomen op \$ 3,33, fors hoger dan \$ 2,82 waarop de analisten hadden gerekend. De omzet groeide met bijna 12% op jaarbasis naar \$ 2,66 mrd. Ook dit was beter dan verwacht. De sterke omzetgroei is voornamelijk te danken aan de groeiende vraag naar de biermerken Corona, Modelo en Pacifico. Deze merken zijn heel populair bij de latinobevolking in de Verenigde Staten. Van de omzetgroei komt ongeveer 75% voor rekening van hogere volumes. Door de gestegen volumes zijn de vaste kosten per eenheid product gedaald. De lagere uitgaven voor marketingactiviteiten en de prijsverhogingen hebben de gestegen grondstofkosten meer dan goed gemaakt. De operationele marge bij de bierdivisie steeg met maar liefst 330 basispunten naar 40,5%.

Om aan de stijgende vraag naar de populaire biermerken te kunnen blijven voldoen, wordt \$ 1,2 mrd geïnvesteerd in uitbreiding van de productiecapaciteit in Mexico. De vrije kasstroom is in het afgelopen kwartaal met 4% gestegen naar \$ 1,2 mrd. Naar aanleiding van de sterke resultaten werd de verwachting voor de winst per aandeel voor het lopende boekjaar andermaal verhoogd naar dit keer \$ 11,20-11,60. In juni verhoogde drankproducent diezelfde verwachting van \$ 10,50-10,80 naar \$ 11,20-11,50.

Stora Enso houdt vast aan outlook

De omzet van het Fins-Zweeds concern **Stora Enso**, één van de grootste papier- en verpakkingsproducenten ter wereld, steeg in het vorige kwartaal met 15% op jaarbasis. Het bedrijfsresultaat nam met 29% toe en de operationele marge verbeterde met 190 basispunten naar 17,8%. De operationele kasstroom steeg met ruim 31% naar € 639 mln. Voor het lopende kwartaal waarschuwt Stora Enso voor druk op de winstgevendheid bij de verpakkingsdivisie als gevolg van stijgende energiekosten en de geplande onderhoudswerkzaamheden bij vier fabrieken. Door de sterke financiële resultaten in het derde kwartaal houdt Stora Enso vast aan de verwachting dat het bedrijfsresultaat in 2022 ten opzichte van vorig jaar zal stijgen.

In september nam Stora het Nederlandse De Jong Packaging Group over voor ruim € 1 mrd. Met deze overname wil het Fins-Zweeds bedrijf de omzetgroei versnellen en het marktaandeel in de hernieuwbare verpakkingssector in Europa vergroten.

Tevens wordt ongeveer € 1 mrd geïnvesteerd om de papierfabriek in de Finse stad Oulu te moderniseren om de productie van karton op te voeren. De verwachting is dat de omzet jaarlijks met ongeveer € 800 mln zal toenemen.

EssilorLuxottica profiteert van mooie zomer

De totale groepsomzet van **EssilorLuxottica** steeg in het derde kwartaal met 17% tegen constante wisselkoersen naar € 6,4 mrd. In Europa steeg de omzet met 9,2% geholpen door de sterk verkoop van zonnebrillen. In Noord-Amerika bleef de omzetstijging steken op 3,4% omdat in dezelfde periode vorig jaar sprake was van een sterk kwartaal waardoor de vergelijking nu wat moeilijker is. In de regio's Asia-Pacific en Latijns Amerika groeide de omzet met dubbele cijfers. In Azië werd de omzet gestuwd door de heropening van China.

De retail business waarbij rechtstreeks aan de consumenten wordt verkocht, rapporteerde een recordomzet van € 3,365 mrd. Dit is op jaarbasis een stijging van 8,5% tegen constante wisselkoersen. EssilorLuxottica heeft de financiële doelstellingen herhaald waarbij wordt uitgegaan van een winstgevende (operationele marge van 19-20%) jaarlijkse omzetgroei van 4-6%.

Procter & Gamble verslaat de verwachtingen maar de dollar werkt niet mee

De netto omzet van **Procter & Gamble** over de afgelopen drie maanden kwam uit op \$ 20,61 mrd, 0,3% minder dan in dezelfde periode vorig jaar. Dankzij een 1 % betere prijsmix, 9% hogere prijzen en een 3% lager afzetvolume, kwam de organische omzetgroei uit op 7%. Omdat de sterke dollar een nadeel van 6% opleverde, bleef daar maar 1% netto omzetgroei van over. De enige divisie waar wel volumegroei werd gerealiseerd was de scheerdivisie met merken als Gillette en Venus. De nettowinst per aandeel daalde ten opzichte van vorig jaar met 4 dollarcent en kwam uit op \$ 1,57.

Voor het volledige boekjaar 2023 verlaagde P&G de outlook. Waar er eerder een omzetgroei tot 2% werd verwacht, gaat het bedrijf nu uit van een omzetsdaling van 1-3%. P&G vertelde dat deze bijgestelde outlook gebaseerd is op \$ 1,3 mrd valutaire tegenwind, \$ 2,4 mrd hogere grondstofkosten en \$ 200 mln hogere vrachtkosten. Totaal is dit ongeveer \$ 600 mln meer dan werd aangegeven bij de presentatie van de kwartaalcijfers in juli. Wel herhaalde de producent van onder andere Pampers, Head&Shoulders, Ariel en Oral-B dat de verwachte winstgroei per aandeel 0-4% zal bedragen, maar dan aan de onderkant van deze bandbreedte. De winstgroei per aandeel wordt ondersteund door een inkoop van eigen aandelen van \$ 6-8 mrd.

ABB boekt operationele winstgroei en ziet de markt aantrekken

ABB gaf bij de presentatie van de kwartaalcijfers aan dat de distributieketen langzaam tot rust komt en bestellingen en afleveringen weer enigszins normaal verlopen. Het bedrijf profiteerde van het feit dat er minder COVID-lockdowns waren in China dan in het tweede kwartaal. Ook de bestelde chips werden beter geleverd. Hierdoor kon de omzet verder groeien tot \$ 7,41 mrd. Dit is in dollars een plus van 5% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar, maar op gelijke vergelijkingsbasis een plus van 18%. De orderintake groeide in dollars met 4% tot \$ 8,2 mrd.

De totale orderportefeuille bedraagt nu ruim \$ 19 mrd.

Omdat ABB goed in staat was de prijzen te verhogen, lukte het om de hogere kosten van materialen, vracht en arbeid goed te verwerken. Daarom kon de operationele marge aantrekken tot een recordniveau van 16,6%. De operationele winst steeg daardoor met 16% (27% op vergelijkingsbasis) naar \$ 1,23 mrd. Onder aan de streep bleef hier \$ 360 mln van over, ofwel 19 dollarcent per aandeel. Ten opzichte van het derde kwartaal van vorig jaar is dit respectievelijk 45 en 41% lager.

De oorzaak hiervan ligt grotendeels bij een tweetal bijzondere lasten die ABB dit kwartaal genomen heeft, namelijk \$ 57 mln voor het vertrek uit Rusland en \$ 325 mln voor een lopend geschil met de Zuid-Afrikaanse overheid over een energiecentrale nabij Johannesburg.

Ondanks dat het gebruikelijk is dat de operationele marge in het vierde kwartaal gemiddeld iets lager uitvalt, verwacht ABB voor heel 2022 dat de marge tenminste 15% zal bedragen. Hiermee komt het bedrijf een jaar eerder uit op de gestelde doelstelling.

ASML stelt beleggers gerust

Chipmachinefabrikant **ASML** publiceerde eveneens derde kwartaalcijfers. In die periode realiseerde ASML een omzet van € 5,8 mrd, zo'n € 550 mln meer dan de verwachte € 5,1-5,4 mrd. De daarop behaalde brutowinstmarge overtrof eveneens de verwachtingen; 51,8% tegenover een verwachte 49,5%. Tevens schreef ASML voor een record van € 8,9 mrd aan nieuwe orders bij aan toch al overvolle orderboek. Hiervan was € 3,8 mrd bestemd voor de nieuwe EUV-systemen.

Maar daar hield het niet bij op. Ook de outlook van het concern stemt tevreden. Voor het vierde kwartaal mikt de onderneming op een omzet van € 6,1-6,6 mrd en een bijbehorende brutomarge van rond 49%. Dat zou betekenen dat over heel 2022 de omzet uitkomt op zo'n € 21,1 mrd en de brutomarge rond 50%. De omzetstijging zou daarmee 13% bedragen, waar eerder nog werd gerekend op 10%. Als klap op de vuurpijl meldde topman Peter Wennink weinig tot geen nadelige gevolgen te verwachten van de nieuwe exportbeperkingen naar China, welk land toch goed is voor 15% van ASML's totale omzet. Hij neemt daarmee een groot deel van de heersende angst weg, hoewel de impact van de exportbeperkingen op de afnemers van de chipmachines ASML nu nog niet goed valt in te schatten.

Nestlé verhoogt outlook

Ook het Zwitserse **Nestlé** wist de verwachtingen te overtreffen. Over de eerste negen maanden van dit jaar zag voedingsconcern de omzet met 9,2% stijgen naar CHF 69,1 mrd. Dat was CHF 200 miljoen hoger dan consensus. De autonome omzetgroei bedroeg 8,5% waar analisten op 8,3% hadden gerekend. Het is sterkste groeicijfer sinds 2008. Van de 8,5% groei kwam 1% uit hogere volumes voort, de andere 7,5% uit prijsverhogingen. Nooit eerder wist Nestlé de prijzen zo fors op te voeren, waarmee het concern een sterk staaltje pricing power ten toon spreidt.

Met name met diervoeding, goed voor 19,1% van Nestlé 's totale omzet, wist de onderneming goed te scoren. Nestlé zag hier de omzet over de eerste negen maanden van het jaar stijgen van CHF 11,36 mrd naar CHF 13,21 mrd, een stijging van 16,3%. Hiervan was 14,4% autonome omzetgroei, grotendeels veroorzaakt door 9,6% hogere prijzen. Voor heel 2022 verwacht Nestlé een autonome omzetgroei te behalen van 8%, waar eerder nog werd uitgegaan van 7-8%. De brutowinstmarge zal rond 17% blijven liggen. Daarnaast kondigde Nestlé aan het merk Seattle's Best Coffee over te nemen van Starbucks. Financiële details werden hier niet bekend over gemaakt. Wel verwacht men de overname nog voor het einde van dit jaar af te ronden.

Microsoft beter dan verwacht, maar...

Op het eerste gezicht was er niets mis met de cijfers die **Microsoft** presenteerde. De softwaregigant zag de omzet met 11% stijgen naar \$ 50,12 mrd, boven de analistenlat van \$ 49,61 mrd. Microsoft heeft duidelijk last van de sterke dollar, want tegen constante wisselkoersen kwam de omzetstijging uit op 16%. De nettowinst daalde met 14% naar \$ 17,6 mrd. Dat is een flinke duikeling, maar vorig jaar had de onderneming een belastingmeevaller van \$ 3,3 mrd. Ogenscheinlijk zijn het mooie cijfers, maar onder de motorkap haperde de motor hier en daar.

Zo steeg de omzet uit de Intelligent Cloud met 20% tot \$ 20,33 mrd. Paradedpaardje Azure groeide daarbij 'slechts' met 35% (42% tegen constante wisselkoersen), waar analisten op 36,7% rekenden. Daarnaast daalden de verkopen van het Windows besturingssysteem ongekend hard (-15%) vanwege de zwakke pc-markt. Ook de outlook stelde teleur. De totale omzet zal dit kwartaal uitkomen op ongeveer \$ 52,85 mrd, een groei van 2%. De daarop te behalen operationele marge van 40% ligt onder de verwachting van 42%. Microsoft heeft last van het zwakke economische klimaat en de sterke dollar drukt zwaar de omzet. CEO Nadella probeert dat te nuanceren door te stellen dat in een wereld met toenemende tegenwind, digitale technologie de ultieme rugwind is.

Alphabet ziet advertentie-inkomsten minder hard stijgen

Alphabet merkt dat de inkomsten uit online reclames onder druk staan. Er wordt onder andere minder geld uitgegeven aan zoekadvertenties van verzekeringen, hypotheeken en cryptomunten. In het afgelopen kwartaal stegen de advertentie

inkomsten ten opzichte van een jaar terug daardoor slechts licht naar \$ 54,48 mrd. Zoekmachine Google zag de inkomsten nog met 4% stijgen tot \$ 39,5 mrd, maar YouTube kende een daling daarvan van 2% naar \$ 7,07 mrd.

Totaal steeg de omzet in het derde kwartaal met 6% tot \$ 69,09 mrd (11% tegen constante wisselkoersen), waar de consensus op \$ 70,58 mrd lag. Het is de traagste omzetgroei sinds het begin van de coronacrisis twee jaar geleden. Op zich is dat niet zo verwonderlijk, want Alphabet profiteerde daar toen volop van en zag de omzet vorig jaar nog met 41% toenemen. Daarnaast stelde de winst teleur. Per aandeel daalde die van \$1,40 naar \$ 1,06. Positief is dat de omzet uit de cloud harder groeide dan verwacht van \$ 5 miljard naar \$ 6,9 mrd.

CEO Sundar Pichai trapte de toelichting op de kwartaalrapportage dan ook af met de stelling dat Alphabet zich meer zal focussen op zijn prioriteiten. Niet voor niets werd eerder al een aantal kostenbesparende maatregelen aangekondigd. Zo wordt de volgende versie van de Pixelbook gecancelled en wordt de gamingservice Stadia opgeheven. Ook zal men minder nieuw personeel aannemen. Maar, talent is Google's kostbaarste goed. Daarom gaat echt snijden in het personeelsbestand (nog) te ver. Al met al waren de cijfers een domper, al neemt dat niet weg dat Alphabet een enorme cashflow machine blijft. De vrije cashflow kwam het afgelopen kwartaal \$ 16 mrd. Alphabet sloot het kwartaal af met \$ 116 mrd aan liquiditeiten op de balans. Het is niet meer de harde groeier van weleer, maar daar is de waardering ook naar.

Archer Daniels Midland boert uitstekend

Archer Daniels Midland (ADM), één van de vier grootste graanhandelaren in de wereld, rapporteerde gisteren uitstekende kwartaalcijfers. Dat zal niemand verbazen, want dit type bedrijven presteert juist extra goed wanneer er door crises zoals droogte of oorlog in delen van de wereld voedseltekorten ontstaan. Sowieso kunnen dergelijke bedrijven dan het graan dat zij al in hun magazijnen hebben opgeslagen tegen flink hogere prijzen verkopen.

ADM zag de omzet in het derde kwartaal met 21,3% stijgen tot \$ 24,68 mrd, waar analisten op een omzet van \$ 22,34 mrd hadden gerekend. De nettowinst per aandeel die het concern daarop wist te behalen, verdubbelde zo goed als van 93 dollarcent tot \$ 1,83. Dat was niet alleen 39 cent hoger dan consensus maar ook het dertiende kwartaal op rij dat ADM de analistenverwachtingen wist te verslaan. Volgens CEO Juan Luciano blijft de wereldwijde vraag robuust en is ADM goed gepositioneerd om niet alleen 2022 sterk af te sluiten maar dat momentum ook door te trekken naar volgend jaar.

Transacties en cashflow

Afgelopen juli gaf **ABB** aan dat de turbo-oplaaddivisie voor onder andere scheepsmotoren onder de naam **Accelleron** zou worden afgesplitst. Volgens ABB is de verzelfstandiging de beste keuze voor zowel Accelleron zelf als de aandeelhouders van ABB. Beide bedrijven kunnen zich nu beter op de kernstrategieën richten en waarde creëren voor alle belanghebbenden. Maandag 3 oktober ging het aandeel Accelleron in de notering op de Zwitserse beurs. Als aandeelhouder ABB hebt u per 20 aandelen ABB één aandeel Accelleron ontvangen. Die hebben we voor u verkocht.

Er werden de afgelopen maand geen dividenden bijgeschreven.

Conclusie

TINA has left the building, maar aandelen blijven favoriet. In een vorige, vergelijkbare, periode met een hoge inflatie en hoge rentes (1965-1982) deden aandelen het beter dan alle andere assets. Beleggers met een lange horizon kunnen goed zaken doen in deze sombere tijden, al lijken de gouden jaren waarin de beurzen opgejaagd werden door goedkoop geld achter ons te liggen. Daarom moet er (nog) selectiever te werk worden gegaan. En dat is precies wat Fintessa voor u doet.

Wilt u Fintessa's nieuwsbrief niet meer ontvangen, stuurt u dan een e-mail onder vermelding van uw naam, voorletters en e-mail adres aan: info@fintessa.nl

