

Maandbericht april 2025

‘Er zijn decennia waarin niets gebeurt en weken waarin decennia gebeuren,’ aldus Lenin. Hoewel hij misschien niet de meest waarschijnlijke bron van inspiratie is voor beleggers, lijkt deze uitspraak welhaast gedaan met een vooruitziende blik naar april 2025. President Trump begon de maand met de aankondiging van de meest ontwrichtende handelstarieven die de VS ooit heeft gezien, zeker zo omvangrijk als het beruchte equivalent uit de jaren dertig. Een week later kondigde hij een uitstel van drie maanden aan. Kort daarna hoorden we dat er een uitzondering was voor consumentenelektronica en vervolgens bleek dat dit maar tijdelijk is. Geen wonder dat de markten alle kanten op schoten. Uiteindelijk sloot Hoofbosch de maand 1,14% lager af op een koers van €235,74.

Het waren vooral de Amerikaanse dollar (-4,5%) en het onder de fors lagere olieprijs gebukt gaande Shell (-15%), die onze performance negatief beïnvloedden. Positief van invloed was de Zwitserse frank (+2%). Opvallend was dat ook de obligatiemarkten aanvankelijk fors inleverden, de Nederlandse lange rente eindigde op 2,73%. Toch zijn de correcties nog vrij bescheiden in vergelijking met de koersbewegingen die we zagen tijdens de bankencrisis van 2008, de pandemie in 2020 en de crash van 1987. Beleggers wachten o.i. op een completer beeld van wat dit uiteindelijk allemaal gaat betekenen. Een dergelijke houding zagen we ook in de reacties van beursgenoteerde bedrijven. Daarover later meer. Tenslotte zien wij nog een paar bescheiden lichtpuntjes: Trump hintte er aan het eind van de maand op dat er binnenkort wellicht een handelsakkoord met China zal worden bereikt. Daarnaast daalde de VIX-index, die de beweeglijkheid van markten meet en ook wel de ‘angstindex’ wordt genoemd, behoorlijk aan het eind van de maand. Een lagere VIX-index kan duiden op meer vertrouwen en stabiliteit in de markt.

Amerikaanse economie en de dollar

De Amerikaanse economie draaide aan het begin van het jaar uitstekend, de inflatie was op weg naar normale niveaus en de Fed maakte zich op om de rente te verlagen. De Republikeinen waren zelfs in een opperbeste stemming omdat hun partij de grote winnaar van de verkiezingen was. Maar na ‘*Liberation day* (2 april jl.)’, de dag waarop Trump de importtarieven aankondigde, lijkt de algemene stemming bedrukt. Wij

rekenen erop dat het Amerikaanse mechanisme van *checks and balances* in werking gaat treden. Het is veel te vroeg om op dit moment verregaande conclusies te trekken over de toekomst van de dollar. De waardedaling van de afgelopen weken is, historisch gezien, niets bijzonders. In de jaren zeventig en vervolgens jaren tachtig werd de dollar ook al afgeschreven. Ten onrechte, weten we inmiddels. Wat te midden van alle onrust onveranderd is, is dat de Amerikaanse economie veerkrachtig, sterk en innovatief is én dat er geen alternatief voorhanden is voor de rol van de dollar op het wereldtoneel. Naast de inhoud van Trump's aankondigingen, was het vooral de manier waarop ze werden gedaan die voor onrust zorgde. Het regende onsamenhangende berichten uit zijn regering en verschillende leden uit zijn entourage waren in het openbaar met elkaar aan het bekvechten. Zelfs Elon Musk raakte uit de gratie. Trump richtte vervolgens zijn verbale pijlen op de Fed toen bleek dat het Witte Huis onderzocht hoe de Fed-voorzitter te ontslaan, om vervolgens te beweren dat er geen ontslag zou plaatsvinden. Eén en ander is niet zonder gevolgen gebleven. Het consumentenvertrouwen onder de Amerikanen zakte naar het laagste niveau sinds begin jaren 80, verwachtingen over de toekomst verslechterden en inflatieverwachtingen spotten omhoog. Komend jaar vrezen Amerikanen prijsstijgingen van bijna 7 procent. De consequenties beperken zich niet tot de VS alleen, maar zijn ook ver buiten het land voelbaar. Om de gevolgen voor Europa te verzachten verlaagde de Europese Centrale Bank (ECB) de rente voor de zevende achtereenvolgende keer. Nieuwe renteverlagingen zijn te verwachten in de maanden die voor ons liggen.

Tarieven 1

Risico's mijden in plaats van risico's spreiden is de basis van onze beleggingsfilosofie. Voor wat betreft Trump's tarieven, betekende dat dat wij in de weken na de Amerikaanse presidentsverkiezingen contact hebben opgenomen met alle bedrijven in onze portefeuille om te vragen hoeveel van de omzet in Amerika lokaal wordt geproduceerd en te kijken of we actie moesten ondernemen. Op basis van eerdere gesprekken en online informatie, vermoedden wij dat het percentage dat ter plaatse vervaardigd wordt behoorlijk hoog zou zijn. Dat vermoeden werd inderdaad bevestigd. Ongeveer de helft produceert tot 75% in de VS en in een aantal gevallen was dit zelfs 98-100%. Ook gaven enkele bedrijven aan nog beschikbare capaciteit in Amerika te hebben waardoor productie redelijk snel verplaatst kan worden. Minder duidelijk was hoeveel van de grondstoffen benodigd voor de Amerikaanse productie geïmporteerd worden, maar wel gaf de meerderheid van de respondenten aan dat men enige flexibiliteit in de toeleveringsketen heeft. Handelstarieven zijn de schrik van de financiële markten geworden. Koersen bewegen wild op en neer bij ieder nieuwsfeitje, maar wij zijn ervan overtuigd dat we de risico's zo goed mogelijk vermeden hebben. In het algemeen geldt dat het verleden ons heeft geleerd dat we er op dit soort momenten altijd goed aan doen om onze lange beleggingshorizon in gedachten te houden.

Tarieven 2

Bij de bespreking van de resultaten over het eerste kwartaal besteedde een aantal bedrijven aandacht aan dit thema. De teneur was grotendeels dat het nog te vroeg is om concrete conclusies te trekken. Enkele voorbeelden: ASML gaf wel aan dat men de bandbreedte van de verwachtingen voor dit jaar (de zogenoemde guidance) breder houdt dan anders omdat men de effecten van eventuele tarieven nog niet goed kan inschatten. Vopak gaf aan dat de veranderende tarieven misschien tot andere, wellicht langere, transportroutes zullen leiden, met als resultaat dat grotere hoeveelheden worden verscheept. Wij vermoeden dat dit positief kan uitpakken, omdat er waarschijnlijk minder frequent wordt vervoerd waardoor klanten meer in de tanks van Vopak zullen opslaan.

ASML

De Veldhovense wereldkampioen van de sector halfgeleiders voldeed aan de verwachtingen. Zowel de omzet als de winst lagen binnen de eerder door het bedrijf aangegeven bandbreedtes. De marge was zelfs iets beter dan verwacht doordat er afgelopen kwartaal een aantal machines met hogere marges verkocht werden en men door klanten beloond werd voor het behalen van bepaalde targets. ASML besteedde afgelopen kwartaal €1,2 miljard aan onderzoek en ontwikkeling. Men vertelde bij de bespreking van de kwartaalcijfers dat dit o.a. leidt tot significante productiviteitsverbeteringen bij de klanten. In het eerste kwartaal werd voor €2,7 miljard aan aandelen ingekocht. Dit is relatief veel t.o.v. het totale programma voor 2022-2025 van €12 miljard. Het management bevestigde dat men een goede stap heeft gezet op weg naar het realiseren van de aangegeven verwachtingen voor 2030: omzet € 44-60 miljard (€28,3 miljard in 2024) en bruto marge 56%-60% (momenteel 54%). ASML sloot de verslagmaand 4% lager af.

Galapagos

Afgelopen maand zijn we met twee externe experts op bezoek geweest bij de 'specials' ProQR en Galapagos. Bij Galapagos hebben we uitvoerig gesproken met Sri Ramaswami (Corp. Affairs) over hun CAR T-cel therapie. CAR T-celtherapie (Chimeric Antigen Receptor T-celtherapie) is een innovatieve vorm van immunotherapie die gebruikt wordt om bepaalde vormen van kanker te behandelen, vooral bloedkankers zoals acute lymfatische leukemie (ALL) en diffuus grootcellig B-cellymfoom (DLBCL). Er zijn reeds meerdere (vector) medicijnen voor de behandeling van CAR T-cellen goedgekeurd en naar de markt gebracht. Galapagos is er echter van overtuigd dat zijn gedecentraliseerde aanpak van de CAR T-celbehandeling met kop en schouders boven andere behandelingen uitsteekt. Met de gepatenteerde aanpak met behulp van de Cocoon van Lonza (ook in de Hoofboschportefeuille) is de behandeling sneller, schoner en daarmee van veel betere

kwaliteit. Galapagos hoopt in 2028 het eerste CAR T-product op de markt te brengen. Galapagos sloot 3% hoger.

Givaudan

Het Zwitserse Givaudan liet een goed kwartaalresultaat zien. Het behaalde in de eerste drie maanden van dit jaar een omzet van ruim CHF1,9 miljard, een stijging van 8,5% in Zwitserse frank. In de groeimarkten, zoals Zuid-Azië, Afrika en het Midden-Oosten, steeg de omzet met 12,8%. De meer traditionele markten lieten een iets lagere groei zien dan in het voorgaande jaar. Door hogere kosten in 2025, waaronder invoerrechten, voert Givaudan prijsverhogingen door in samenwerking met klanten om deze kosten volledig te compenseren. De divisie Fragrance & Beauty (parfums) realiseerde een omzet van ruim CHF1 miljard, een flinke stijging van 12,2% in Zwitserse frank. De divisie Taste & Wellbeing, waar men smaken en ingrediënten produceert, behaalde een omzet van CHF968 miljoen, een groei die op hetzelfde niveau lag als in het afgelopen jaar. Givaudan zet met haar strategie 'Committed to Growth, with Purpose' in op gezamenlijke groei met klanten. Het werkt intensief samen met haar afnemers als PepsiCo, Procter & Gamble en Colgate-Palmolive, om tot betere producten te komen. Het lijkt er wat ons betreft sterk op dat het bedrijf op koers ligt om de zelfopgelegde groei doelstelling over de periode 2021-2025 te gaan overtreffen. Givaudan sloot 5% hoger.

L'Oréal

L'Oréal boekte een meevallend kwartaalresultaat met een omzet van €11,7 miljard, een stijging van 4,4% ten opzichte van het jaar ervoor. CEO Nicolas Hieronimus noemde de start van het jaar bemoedigend: 'Ik heb er alle vertrouwen in dat we de wereldwijde beautymarkt – die naar verwachting zelfs te midden van de huidige economische en geopolitieke spanningen zal blijven groeien – zullen blijven overtreffen en dat we opnieuw een jaar van omzet- en winstgroei zullen realiseren. We verwachten dat de groei geleidelijk zal versnellen.' Jaren terug zei L'Oréal al dat de wereldwijde beautymarkt sinds Cleopatra met gemiddeld 4% per jaar groeit. En dat dwars door oorlogen, depressies en wispelturige Amerikaanse presidenten heen. En over stabiliteit gesproken: De VS kennen sinds 1909, de oprichting van L'Oréal, 21 presidenten, de katholieke kerk 10 pausen (t/m Franciscus) en L'Oréal 6 CEO's. Maar goed, alle divisies registreerden in het eerste kwartaal groei, de hoogste percentages zagen we in de categorieën parfum en haarverzorging. Regionaal was de stijging het sterkst in opkomende markten, waarbij het herstel in China na een moeizaam jaar positief opviel. Goede cijfers werden geboekt in Japan en Zuid-Korea, voornamelijk door de vele toeristen die bij hun bezoek producten kopen, vaak op luchthavens. L'Oréal sloot 13% hoger.

Microsoft

Microsoft kwam met cijfers over het eerste kwartaal na sluiting van de beurs op 30 april. Deze waren aanzienlijk beter dan de markt had verwacht. De vraag naar AI-gerelateerde diensten versnelde waardoor de totale omzet met 13% steeg ten opzichte van hetzelfde kwartaal vorig jaar. De nettowinst kwam 18% hoger uit. Opvallend was de sterke performance van het Azure cloud platform ondanks geruchten dat de vraag zou inzakken omdat Europese bedrijven vrezen dat Microsoft door de Amerikaanse regering gedwongen kan worden de toegang tot Amerikaanse technologie af te sluiten als onderdeel van onderhandelingen met de EU. In een reactie op de geruchten kondigde het bedrijf vijf 'digital commitments' aan m.b.t. de Europese dienstverlening. Deze omvatten o.a. een clause in alle contracten die Microsoft verplicht juridische actie te ondernemen wanneer een overheid buiten Europa probeert de clouddiensten van het bedrijf in Europa te verstoren. Brad Smith, Microsoft's president, zei dat het bedrijf de Amerikaanse regering indien nodig voor de rechter zou dagen en dat Microsoft een lange staat van dienst heeft als het gaat om het voeren van rechtszaken tegen regeringen als dat nodig is. Het aandeel steeg in de verslagmaand met 5%.

ProQR

Zoals voornoemd zijn we afgelopen maand ook op bezoek geweest bij ProQR. Bij ProQR spraken we met Daniël de Boer (CEO) en René Beukema (Chief Corporate Development). ProQR is met 0,5% van de portefeuille ons kleinste belang. Met vele slagen om de arm zien wij nog altijd een enorme potentie voor dit biotechbedrijf. Het patent van ProQR is gebaseerd op een bestaand biologisch proces in de menselijke cel (ADAR), waarbij instructies aan het RNA worden gegeven (RNA-editing). Dit om specifieke eiwitten te maken die nodig zijn voor het goed functioneren van het lichaam. ProQR is in staat deze instructies zodanig te bewerken dat er een specifiek eiwit wordt geproduceerd waarmee gericht een ziekte kan worden voorkomen of genezen. In augustus 2021 ging ProQR een samenwerkingsverband aan met Eli Lilly voor 5 targets voor behandeling van ziektes in lever en zenuwstelsel. De samenwerking werd uitgebreid in december 2022 met nog eens 5 targets en ProQR kreeg toegang tot de technologie van Eli Lilly. Eli Lilly heeft een optie op nog eens 5 targets. Komende maand gaat de eerste klinische studie van start met behandeling van gezonde mensen. Resultaten worden eind van het jaar verwacht. Er is nog een lange weg te gaan maar Eli Lilly, één van 's werelds grootste farmaciebedrijven, heeft vertrouwen in ProQR's technologie. ProQR sloot 26% hoger.

Hoofdkantoor

Nieuwe Gracht 23
2011 NC Haarlem
(023) 202 1881

Kantoor Rotterdam

Marie van Eijsden-Vinkstraat
299
3066 JB Rotterdam
(010) 751 2881



Aanmelden presentatie *Afmelden* *Profiel wijzigen*

Hoofbosch.nl