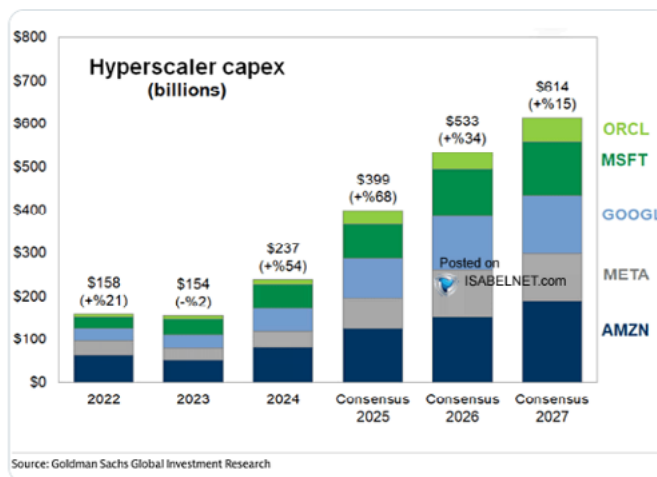


Neerwaartse katalysatoren hyperscalers

Hyperscalers zijn technologiebedrijven bekend onder de merknamen zoals Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud en Oracle Cloud die enorme datacenters runnen en massale, schaalbare cloud computing- en opslagdiensten aanbieden. Echter, het toekomstige (financiële) succes van de grote hyperscalers is omgeven door een toenemend aantal onzekerheden. Met name de sterk stijgende capex (capital expenditures) in combinatie met de hoge operationele kosten is een bron van zorg. En dat zien we terug in de recente koersdalingen bij diverse AI spelers. Bekeken door een financiële bril zie je dat meerdere neerwaartse katalysatoren zich beginnen op te stapelen: de rentabiliteit van de AI-cloud, energierestricties, de omvang van de capex, de circulariteit van het ecosysteem, boekhoudkundige creativiteit rond afschrijvingen en de toename van de schuldenlast. Geen van die factoren doet af aan de enorme technologische vooruitgang die AI vertegenwoordigt. Hun combinatie wijzigt daarentegen duidelijk het risico-rendementsprofiel van deze techbedrijven, die kantelen van een historisch asset-light model naar een logica van zware industrie, met daarbij boekhoudkundige en narratieve presentaties die soms eerder opportunistisch dan overtuigend overkomen.

Toeleveranciers winnen

Met een opgetelde capex van ruim \$ 1.500 miljard voor de jaren 2025, 2026 en 2027 varen de grote hyperscalers scherp aan de wind. Immers, de netto marges zijn voornamelijk laag en het AI verdienmodel moet zich nog bewijzen. Dit geldt niet voor de meeste 'toeleveranciers' die nog volop profiteren maar niet zelden torenhoog zijn gewaardeerd. Een probleem is dat datacenters veel stroom verbruiken en het aanbod de vraag maar moeilijk bij kan houden. Mede hierdoor hebben nieuwe projecten in Noord-Virginia, 's werelds grootste hub, te maken met een wachttijd van bijna zeven jaar om op het net te worden aangesloten. Voor wat betreft de financiering van nieuwe datacenters komt een groot deel uit de cashflow maar leent men steeds meer in de vorm van obligaties wat niet zonder risico is. Dit geldt ook voor de toegenomen kruisverbanden waar afnemers de leveranciers financieren en omgekeerd. Dit gaat goed zolang de waarderingen hoog blijven maar dat is geen vanzelfsprekendheid. Opvallend is ook dat de hyperscalers de veronderstelde gebruiksduur van de servers en chips oprekken en de afschrijvingstermijnen verlengen. Zo schrijft AWS (Amazon) vanaf 2025 af in 6 jaar terwijl dit in 2019 nog 3 jaar was.

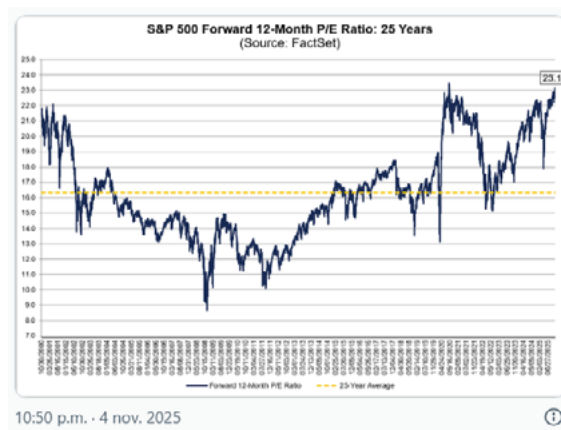


Mede hierdoor komen de winsten nu flink hoger uit maar neemt het risico toe dat men over een paar jaar extra moet afschrijven. Immers, de technologische vooruitgang gaat door en de concurrentie zit niet stil. Dat de koersen van hyperscalers kwetsbaar zijn blijkt

wel uit het feit dat Oracle in een paar maanden van \$ 320,-- naar \$ 190,-- is gezakt. Of het bij Oracle blijft weet niemand maar feit is wel dat er nog veel fantasie in de koersen van tal van AI gerelateerde aandelen zit.

AI koorts zorgt voor (te) hoge waarderingen

De maand november verliep nogal tumultueus, met name voor wat betreft de Nasdaq. Na een top van 26.119 punten begin november volgde een terugval naar 24.239 punten. Ook in Europa viel het tegen met dalingen van gemiddeld 7% met individuele uitschieters naar beneden. Zo viel het degelijke Wolters Kluwer op met een koersdaling van zo'n 15% waardoor het aandeel YTD bijna is gehalveerd. De primaire oorzaak van de brede koerscorrecties lag in het feit dat een deel van de tech sector 'even te duur' werd bevonden en tal van centrale bankiers weer onzekerheid predikten. En in aanloop naar de FED meeting van december was er ook nog eens twijfel omtrent de rente. De Stoxx Europe 600 index (met weinig tech) deed het in november uiteindelijk iets beter dan verwacht (+0,5%) dankzij een eindsprintje in de laatste dagen van de maand. Het Julius Index Fund heeft zo'n 7% moeten prijsgeven en heeft een deel van de tech posities afgebouwd en vervuld voor de iets meer defensieve sectoren. Opvallend is dat niet alleen steeds meer analisten waarschuwen voor de hoge waarderingen en concentratierisico's in met name de AI gerelateerde sectoren maar ook centrale bankiers zich zorgen maken. Aan het rentefront was het relatief rustig en is het wachten op de FED die in december mogelijk een verlaging van 0,25% zal aankondigen. In relatie tot de inflatie in de Europa zou het logisch zijn wanneer de lange rentes (eindelijk) gaan 'normaliseren' en de obligatiekoersen herstellen. Immers, de 10-jaars rente is dit jaar ruim 0,5% gestegen terwijl de inflatie daalt.



iShares Europe Automobiles & Parts ETF

De iShares STOXX Europe 600 Automobiles & Parts ETF bevat een 13-tal posities waarbij Ferrari, Mercedes-Benz en BMW een gezamenlijke weging van 52% hebben. Zowel in 2024 als in 2025 was de koersperformance van deze sector ETF negatief. De belangrijkste oorzaak hiervan is dat de grote Europese autobouwers een reeks voorzieningen hebben genomen als gevolg waarvan de winstgevendheid onder druk stond. Echter, op basis van de thans beschikbare inzichten is het de verwachting dat de netto marges in 2026 zullen verbeteren. Mede hierdoor achten wij het realistisch dat de koers van de ETF in de komende 6-9 maanden zo'n 10-15% zal aantrekken. Het dividend van deze ETF komt uit op 4,50% per jaar bij een koers/winst verhouding van <7. Vermeldenswaardig is dat de gemiddelde 'price to book' ratio slechts 0,6% bedraagt. Met andere woorden: de gemiddelde beurskoers van de posities is 60% van de boekwaarde. Het Julius Index Fund heeft in deze ETF inmiddels een bescheiden positie. ■

