

VALUESELECTIONS.NET

Drie kansrijke Warren Buffett aandelen

Geselecteerd met behulp van een uitgebreid rekenmodel

INHOUD

Drie kansrijke aandelselecties	3
Greggs (GRG).....	4
Jamba (JMBA)	8
Northrop Grumman Corporation (NOC).....	12
Onze Top 5 en Nederlandse Top 3.....	16
Ontwikkelingen eerdere selecties	17

Drie kansrijke aandeleselecties

31 mei 2013

Beste belegger,

In dit rapport treft u de ValueSelections-aandelenanalyses aan voor de maand juni. En ook dit keer hebben we weer een drietal interessante selecties gevonden.

Het eerste aandeel dat ter sprake komt is Greggs. Greggs is de grootste bakkerijketen van Engeland en hanteert een concept dat wel vergelijkbaar is met dat van Bakker Bart in Nederland. Greggs kent een structureel hoge winstgevendheid en een waardering die momenteel bescheiden is. Zo beschouwd is Greggs een typisch ValueSelections-aandeel.

Het tweede aandeel dat besproken wordt is Jamba, een voor ValueSelections opvallende selectie... Jamba, nog maar amper winstgevend, is een 'gezonde' fastfoodketen in Amerika die vooral bekend is om haar uitgebreide smoothie-aanbod. Toegegeven, Jamba is een wat speculatieve selectie maar slaagt de onderneming er in om ook maar één van haar drie groeipijlers succesvol uit te rollen dan is de huidige beurskoers waarschijnlijk een koopje.

De derde en laatste selectie betreft het defensiebedrijf Northrop Grumman Corporation. Dit bedrijf is dan weer een typische ValueSelections-selectie: de winstgevendheid ligt hier op een aantrekkelijk hoog niveau terwijl de huidige waardering bescheiden is. Het gespreid beleggen in dergelijke aandelen is een formule voor succes.

Mocht u suggesties hebben voor hoe we deze rapporten verder kunnen verbeteren of indien u bepaalde zaken graag anders zou willen zien dan horen we uiteraard graag van u.

Alvast veel leesplezier toegewenst!



drs. Hendrik Oude Nijhuis

Founding partner

Kingfisher Capital

GREGGS (GRG)

Koers: GBX 407,00

EBIT: GBP 51,8 miljoen

Beurswaarde: GBP 411,7 miljoen

Enterprise value: GBP 392,3 miljoen

Beurs: London Stock Exchange

Earnings Yield: 13,2%

Koers/winstverhouding (KW): 10,2

Dividend: 4,8%

Intrinsieke waarde: GBX 640,-

Koerspotentieel: 57%

Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 526,00 / 396,30

Kopen tot: GBX 460,-

ISIN code: GB00B63QSB39

Sector: bakkerijketen

Website: <http://www.greggs.co.uk>

Analysedatum: 31 mei 2013



FIGUUR 1 HET KOERSVERLOOP VAN GREGGS OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

BEDRIJFSMODEL

Greggs is de grootste bakkerijketen van Engeland. Wekelijks bezoeken circa 6 miljoen consumenten een filiaal van het bedrijf. Naast broden en taarten biedt Greggs ook een assortiment aan belegde broodjes, saucijzenbroodjes, cakes, donuts, koude en warme dranken, regionale producten en producten met weinig vet, calorieën en / of zout. Het concept is enigszins te vergelijken met dat van Bakker Bart in Nederland.

Middels ontbijtdeals (zoals een croissant of chocoladebroodje + warme drank) en lunchdeals probeert Greggs het winkelbezoek wat meer over de dag te spreiden. En door middel van 'vaste klanten'-acties probeert ze de loyaliteit van haar bestaande klanten verder te verhogen.

Omdat steeds minder mensen winkelcentra bezoeken (een gevolg van e-commerce) kijkt Greggs voor nieuwe filialen vooral uit naar locaties op luchthavens, op bus- en treinstations, nabij kantoren en op universiteiten. Ook is sprake van franchisedeals

met een tweetal tankstationketens. Driekwart van de Greggs-filialen die dit jaar gaan openen zullen zich bevinden op bovengenoemde locaties. Maar bovenal zal dit jaar de focus liggen bij de bestaande filialen.

Hoewel de identieke winkelverkopen het afgelopen jaar (weer) negatief waren wist het bedrijf haar totale omzet wel met 4,8% op te voeren door het openen van nieuwe filialen, het verkopen van afbakproducten aan supermarktketens (in IJsland) en franchisedeals. Het aandeel Greggs scoort goed op de factoren 'goed' en 'goedkoop' en mede om die redenen zien we dit aandeel als een mogelijk aantrekkelijke kandidaat voor toevoeging aan een goed gespreide beleggingsportefeuille.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: ***)

De competitieve positie van Greggs is naar ons oordeel redelijk. Van belang zijn vooral haar merknaam en het grote aantal bestaande, goed lopende filialen waarover Greggs beschikt. Ook het aandeelhoudersvriendelijke management kan gezien worden als een aspect van de competitieve positie van Greggs.

De grootste concurrenten van Greggs zijn fastfoodketens als McDonalds en Subway, grote retailers als Tesco, Boots, Marks & Spencer en koffiemarketens zoals Starbucks en Whitbread.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

Greggs kent een beurswaarde van GBP 411,7 miljoen. De omzet bedraagt GBP 734,5 miljoen en de winst GBP 40,6 miljoen. De bruto en netto marge bedragen achtereenvolgens 60,9% en 5,5% en zijn al jarenlang vrij stabiel.

Het bedrijf heeft geen schulden en een cashserve van GBP 19,4 miljoen. De balans is daarmee sterk te noemen en recent kondigde het management aan 10% van de aandelen te willen inkopen. Dat juichen we toe omdat wij menen dat Greggs tegen 10,2 keer de winst (en 1,8 keer de boekwaarde) aantrekkelijk gewaardeerd is. Greggs kent een stabiel hoge winstgevendheid – het rendement op het eigen vermogen bedraagt 19,1% – en genereert een aantrekkelijke vrije cashflow.

Opgemerkt is verder dat Greggs haar dividend al achtentwintig jaar achtereenvolgens verhoogd heeft. Het dividendrendement komt momenteel uit op een aantrekkelijke 5,3%. Uitgaande van een verdiscontering (tegen 9%) van de geraamde toekomstige vrije cashflow ramen we de intrinsieke waarde van Greggs op GBX 640 per aandeel. Dat is ruim 50% meer dan de actuele beurskoers.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

De belangrijkste kans voor Greggs is waarschijnlijk om simpelweg haar bestaande winkelbestand nog wat verder uit te bouwen. Momenteel telt het bedrijf 1.681 filialen terwijl het potentieel geraamd wordt op ongeveer 2.000 filialen. Er is dus nog

enige ruimte voor groei. Per saldo zullen dit jaar 50 tot 60 filialen aan het totaal worden toegevoegd, tegenover 100 afgelopen jaar. Dit jaar zal vooral worden uitgetrokken om investeringen te doen in minimaal 250 bestaande filialen. Dergelijke investeringen in herinrichtingen bleken in het verleden bij Greggs overigens prima rendabel.

Het bedrijf experimenteert ook met haar productaanbod: Greggs verkoopt ook pasta's, soepen, pizza's, salades en fruitbekers. Daarnaast experimenteert het bedrijf met verschillende winkelformats. Voorbeelden zijn 'Greggs the Bakery' (een broodjeszaak) en 'Greggs moment' (een koffiezaak).

Een andere kans betreft een investering van GBP 30 miljoen in een fabriek waar afbakproducten onder het Greggs-merk geproduceerd worden. Dergelijke producten worden reeds succesvol verkocht door een aantal winkelketens in IJsland.

Naast de gewone concurrentie bestaan er de nodige aandachtsfactoren voor Greggs. Allereerst is het bedrijf afhankelijk van het weer: bij slecht weer (of juist heel goed weer) worden winkelcentra minder bezocht en die gemiste verkopen worden later niet meer ingehaald: *"Mensen eten geen dubbele lunch op dinsdag als ze vanwege het weer op maandag niet naar buiten zijn gegaan. Wanneer we een verkoop gemist hebben is die voor altijd verloren"*, aldus bestuursvoorzitter Roger Whiteside.

Door regen en sneeuw stonden de identieke winkelverkopen in de eerste zeventien weken van dit jaar behoorlijk onder druk vergeleken met een jaar eerder: minus 4,4% (totale omzet: +3%; de identieke winkelverkopen staan overigens al sinds 2009 onder druk). In de laatste twee weken van deze periode is de daling afgezwakt tot minus 1,5%. Naast het weer lijkt er tevens, zoals al aangegeven, een meer fundamentele factor een rol te spelen: de alsmaar toenemende verkopen via het internet. Steeds minder mensen bezoeken nog winkelcentra terwijl bedrijven als Greggs het daar toch eigenlijk ook ten dele van moet hebben.

Verder geldt dat Greggs afhankelijk is van de Britse consumentenbestedingen die eveneens al vele jaren onder druk staan (ondanks een gemiddelde totale verkoopprijs per klant van amper GBP 2,-). Daarnaast vormt de Britse overheid een onzekerheidsfactor: het afgelopen jaar was deze van plan een extra belasting in te voeren op snacks die warm verkocht worden (Greggs is de grootste verkoper van warm voedsel in Engeland). Over een saucijzenbroodje dat warm verkocht wordt zou dan een extra belasting gerekend moeten worden, over een koude niet. Mede door een campagne van het management van Greggs werd uiteindelijk besloten van invoering van deze extra belasting af te zien.

MANAGEMENT

Het management van Greggs typeren wij als aandeelhoudersvriendelijk. Men heeft in de loop der jaren een erg goed trackrecord opgebouwd en een positief teken is dat verschillende insiders recent voor eigen rekening aandelen hebben gekocht.

Bestuursvoorzitter is Roger Whiteside (54). Hij vervult deze functie sinds begin dit jaar en was sinds 2008 commissaris bij Greggs. Dhr. Whiteside beschikt over een uitgebreide ervaring in het management van retailbedrijven. Zo was hij onder meer

20 jaar werkzaam voor de Britse warenhuisketen Marks & Spencer (de laatste drie jaar was hij er verantwoordelijk voor de food-divisie) en ook is hij voorzitter geweest van Punch Taverns, een keten van pubs in Engeland.

BELANGRIJK:

Gezien de beperkte handelsvolumes in aandelen Greggs raden wij u sterk aan te werken met limietorders indien u overweegt aandelen te kopen. Wijzelf geven bij aankooptransacties doorgaans een limiet mee die 0,5% tot 1% boven de actuele beurskoers ligt.

JAMBA (JMBA)

Koers: US \$ 3,02	EBIT: -
Beurswaarde: US \$ 252,2 miljoen	Enterprise value: US \$ 229,2 miljoen
Beurs: Nasdaq	Earnings Yield: -
Koers/winstverhouding (KW): -	Dividend: -
Intrinsieke waarde: US \$ 5,-	Koerspotentieel: 66%
Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 3,16 / 1,81	Kopen tot: US \$ 3,50
ISIN code: US47023A1016	Sector: fastfood-restaurants
Website: http://www.jambajuice.com	Analysedatum: 31 mei 2013



FIGUUR 2 HET KOERSVERLOOP VAN JAMBA OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

BEDRIJFSMODEL

Jamba is een wat opmerkelijke selectie bij ValueSelections. Het bedrijf is maar amper winstgevend maar het potentieel lijkt dermate interessant – en de waardering eveneens bescheiden – dat we u een bespreking van dit aandeel niet wilden onthouden...

Jamba heet wel ‘de koning van de gezonde dranken’. Deze restaurant retailer gespecialiseerd in smoothies beschikt over 779 filialen in Amerika (waarvan 479 franchisefilialen) en 41 filialen buiten Amerika (allemaal franchisefilialen). Haar eigen filialen bevinden zich grotendeels in de staten Californië en New York en voor dit jaar verwacht het management dat de identieke winkerverkopen van deze filialen 4 tot 6% zullen stijgen. Voor de toekomst wil de onderneming zich volledig toeleggen op expansie middels franchisefilialen. Het aardige van zo’n franchisemodel voor Jamba – en haar aandeelhouders – is dat vrijwel alle risico’s bij anderen komen te liggen. Vanuit Jamba zelf zijn hierbij amper investeringen vereist terwijl ze wel 5,5 tot 6% van de omzet van haar franchisenemers kan incasseren.

Buiten Amerika kijkt Jamba uit naar partners met ervaring in de fastfood-sector die bereid zijn 40 tot 200 Jamba-filialen te openen. Er zijn al drie van dergelijke deals met in totaal 320 filialen in de pijplijn: 200 in Zuid-Korea, 40 op de Filippijnen en 80 in Canada. Heel recent werd een soortgelijke deal gesloten voor 80 Jamba-franchisefilialen in Mexico.

Verder, heel interessant, zijn er nog de licentieovereenkomsten met grote bedrijven (waaronder Nestlé) en zelfbedieningsmachines (Jamba GO) – over beiden later meer. Op termijn zal een steeds groter gedeelte van de omzet van Jamba bestaan uit royalty's en franchise-inkomsten. Daar staan dan eigenlijk nauwelijks kapitaalinvesteringen tegenover wat een zeer hoge winstgevendheid zou moeten kunnen opleveren.

Jamba lijkt bij uitstek een bedrijf om in te spelen op de trend van 'gezond leven'. Of Jamba haar ambitieuze ambities zal weten waar te maken zal nog moeten blijken maar voor de wat speculatiever ingestelde belegger vormt Jamba beslist een aardig aandeel om eens nader te bekijken.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: **)

De competitieve positie van Jamba is naar ons oordeel redelijk: in de Amerikaanse staten waar dit bedrijf actief is scoort ze in ieder geval bijzonder goed wanneer consumenten gevraagd worden naar merken verbonden aan een 'gezonde en actieve levensstijl'.

In het kader van de competitieve positie van Jamba is interessant op te merken dat frisdrankautomaten van Coca-Cola en PepsiCo uit veel Amerikaanse basisscholen en middelbare scholen verbannen zijn. Jamba is hier begonnen met het uitrollen van haar zogeheten Jamba Go-zelfbedieningsautomaten waar gezonde dranken kunnen worden gekocht. Deze automaten zijn voor Jamba zeer rendabel en zorgen er bovendien voor dat jongeren bekend raken met Jamba.

Concurrenten zijn onder andere ketens als Wendy's, Yum! Brands, McDonald's en Starbucks die steeds vaker ook smoothies aanbieden (maar doorgaans een veel kleiner assortiment hebben). Directere concurrenten zijn onder andere Planet Smoothie en Robek's. McDonald's en Starbucks worden wel genoemd als bedrijven die mogelijk geïnteresseerd in een overname van Jamba zouden zijn.

BEDRIJFSCIJFER, RATIO'S EN WAARDERING

De beurswaarde van Jamba bedraagt US \$ 252,2 miljoen, de omzet en winst respectievelijk US \$ 230,8 miljoen en US \$ 1,6 miljoen (de bruto marge bedraagt 77,9%, de netto marge is vooralsnog verwaarloosbaar). De omzetgroei bedroeg het afgelopen jaar maar liefst 82,3%. Het bedrijf heeft een sterke balans: geen schulden en US \$ 23 miljoen aan cash.

De omzet is van US \$ 342,9 miljoen in 2008 gedaald naar, zoals aangegeven, US \$ 230,8 miljoen nu. Jamba kende eind 2008, ten gevolge van een te snelle expansie

een crisis waarbij de identieke winkelverkopten sterk daalden. Sindsdien zijn ook heel wat filialen aan franchisenemers verkocht. Van hen krijgt Jamba nu 5,5 tot 6% van de omzet wat voor Jamba zelf vrijwel pure winst is.

Het ramen van de intrinsieke waarde van een bedrijf als Jamba is nogal speculatief. Opgemerkt is dat de royaltyinkomsten het afgelopen jaar 6,35% van de omzet betroffen (het gaat hier om franchise-inkomsten en royalty's uit verkopen van zogeheten 'Consumer Packaged Goods' – consumentenartikelen die via de supermarkten verkocht worden). Dat komt bij de reeds genoemde omzet neer op US \$ 21,8 miljoen, wat voor Jamba zoals aangegeven eigenlijk volledig winst is. Corrigeren we tevens voor de aanwezige cash dan betaalt u zo gezien 10,5 keer de winst. De inkomsten uit de bestaande eigen filialen laten we dan nog geheel buiten beschouwing.

Een waardering van 10,5 keer de winst voor royaltywinsten is erg bescheiden. Maar de verwachting bij Jamba is ook nog eens dat deze inkomsten de komende jaren enorm zullen stijgen (zie verder onder 'Kansen en bedreigingen'). Vanwege alle onzekerheden hanteren we zelf een vrij conservatieve 'intrinsieke waarde'-raming van US \$ 5 waar anderen al koersdoelen van US \$ 8 tot US \$ 10 hanteren voor een termijn van drie tot vijf jaar.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Voor Jamba zien wij een drietal zeer aantrekkelijke kansen. Slaagt het management er zelfs maar in een van deze kansen ten volle te benutten dan is de huidige beurskoers eigenlijk een koopje.

De eerste kans betreft de verdere uitrol van het huidige concept. Momenteel zijn er zoals gezegd wereldwijd 820 filialen (waarvan 41 buiten Amerika zelf). Het management stelt dat er in Amerika potentieel is voor 2.700 filialen en internationaal nog eens voor 1.000 filialen. Met name het aantal potentiële filialen buiten Amerika lijkt ons wel erg conservatief geraamd: enkel in Zuid-Korea is er al een deal gesloten voor het openen van 200 filialen. En ter indicatie: McDonalds telt wereldwijd 32.000 filialen, Starbucks 20.000 en Burger King 12.000.

Omdat het bij Jamba uitsluitend om franchisefilialen gaat zijn er vanuit Jamba gezien nauwelijks investeringen vereist. De uitrol van het concept kan dan ook in hoog tempo plaats hebben. In Amerika wil Jamba de komende negen jaar jaarlijks 75 tot 100 nieuwe franchisefilialen openen.

De tweede kans betreft verkoop van 'Consumer Packaged Goods'. Met Nestlé is bijvoorbeeld een deal gemaakt waarbij Nestlé gezonde energiedranken mag verkopen gebruikmakend van het logo en de naam van Jamba. Van iedere verkoop ontvangt Jamba enkele procenten van de omzet (bij dergelijke deals betreft dit doorgaans zo'n 2 tot 3%). Ook hierbij geldt weer dat er vanuit Jamba zelf vrijwel geen investeringen vereist zijn en de risico's minimaal zijn. Het management van Jamba kijkt uit naar ongeveer tien van dergelijke deals die bij grote voorkeur behoorlijk substantieel in omvang zijn.

De derde kans betreffen de zelfbedieningsmachines van Jamba die onder de naam Jamba GO onder andere op scholen geplaatst worden. Ook hierbij zijn de investeringen beperkt en de (wederkerige) opbrengsten in potentie heel groot. Eind vorig jaar waren er 400 van dergelijke zelfbedieningsautomaten geplaatst en voor dit jaar is het streven dat er minstens 1.000 bij gaan komen. Iedere machine genereert jaarlijks enkele duizenden dollars aan inkomsten. Het potentieel aan geschikte locaties lijkt bijzonder groot, ook wanneer enkel nog maar aan scholen gedacht wordt.

De grote onzekerheid is of Jamba in staat zal zijn uit te groeien tot een mondiaal merk zoals bijvoorbeeld McDonalds of Starbucks. Het management van Jamba is hier in ieder geval sterk op gericht en hoewel de toetredingsbarrières voor het openen van een 'smoothie-shop' als Jamba laag zijn geldt datzelfde uiteraard voor een koffiewinkel en desondanks is ook Starbucks daarmee uitermate succesvol.

Een ander aandachtspunt betreft de seizoensgebondenheid. In Amerika en Canada zijn de Jamba-filialen in de zomer doorgaans prima winstgevend maar weet ze de koude vruchtendranken 's winters maar moeilijk verkocht te krijgen. Door warme dranken als koffie, thee en cacao aan te bieden evenals allerlei gezonde snacks (bijvoorbeeld fruitchips, salades, energierepen, sandwiches en mini-wraps) wordt getracht de seizoensafhankelijkheid te verminderen. De overname van de 'premium thee'-keten Talbot Teas kan in dit kader worden gezien als een waarschijnlijk goede zet. Naast de genoemde gezonde snacks probeert Jamba door een uitgebreider ontbijtaanbod het filiaalbezoek wat meer over de dag gespreid te krijgen.

MANAGEMENT

Over het management van Jamba zijn we zeer te spreken. De strategie van franchising en royaltyverkopen zorgt ervoor dat het bedrijf zelf maar amper investeringen hoeft te doen en bovendien komen de executierisico's hierdoor vrijwel volledig bij andere partijen te liggen.

Insiders zelf hebben ruim 10% van de aandelen in handen en verschillende insiders kochten recent voor eigen rekening aandelen. Bestuursvoorzitter is James White (52 jaar, totale jaarvergoeding US \$ 1,6 miljoen) die eerder deel heeft uitgemaakt van het management van Gillette toen dat bedrijf een moeilijke periode doormaakte. Op de kosten wordt bij Jamba scherp gelet en hoewel geldt dat sprake is van een behoorlijk forse organisatie geldt volgens het management juist dat dit een bewuste keuze is om snelle expansie in de toekomst mogelijk te maken.

BELANGRIJK:

Gezien de beperkte handelsvolumes in aandelen Jamba raden wij u sterk aan te werken met limietorders indien u overweegt aandelen te kopen. Wijzelf geven bij aankooptransacties doorgaans een limiet mee die 0,5% tot 1% boven de actuele beurskoers ligt.

NORTHROP GRUMMAN CORPORATION (NOC)

Koers: US \$ 81,30

EBIT: US \$ 3,2 miljard

Beurswaarde: US \$ 19,1 miljard

Enterprise value: US \$ 19,8 miljard

Beurs: NYSE

Earnings Yield: 16%

Koers/winstverhouding (KW): 10,6

Dividend: 3%

Intrinsieke waarde: US \$ 136,-

Koerspotentieel: 67%

Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 83,99 / 56,59

Kopen tot: US \$ 96,-

ISIN code: US6668071029

Sector: defensie

Website: <http://www.northropgrumman.com>

Analysedatum: 29 mei 2013



FIGUUR 3 HET KOERSVERLOOP VAN NORTHROP GRUMMAN CORPORATION OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

BEDRIJFSMODEL

Northrop Grumman Corporation (Northrop Grumman) behoort tot 's werelds grootste defensiebedrijven. Het aandeel scoort momenteel erg goed op de factoren 'goed' en 'goedkoop' (dit ondanks een stevige koersstijging in de afgelopen periode). Dergelijke aandelen presteren gemiddeld genomen zoals bekend bovengemiddeld goed...

Dit defensiebedrijf telt bijna 70.000 medewerkers en houdt zich bezig met zaken als geavanceerde radarsystemen, antiraketsystemen voor op de grond en in de lucht, krachtige lasersystemen, het ontwikkelen en bouwen van gevechtstoestellen en allerlei onbemande voertuigen (waaronder ook de zogeheten 'drones').

De Amerikaanse overheid is goed voor circa 90% van de omzet, dit terwijl de voor Northrop Grumman belangrijke Amerikaanse defensiegerelateerde overheidsbestedingen momenteel onder druk staan. Door de agressieve inkoop van eigen aandelen menen we echter dat de winst per aandeel gewoon verder stijgen kan. De huidige waardering van circa tien keer de winst is naar ons oordeel zo gezien eigenlijk nog best aantrekkelijk te noemen.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: ***)

De competitieve positie van Northrop Grumman is vrij goed: het bedrijf heeft een sterke marktpositie op de markt van geavanceerde onbemande voertuigen die ingezet kunnen worden ter land, te zee en in de lucht (zelfs buiten onze dampkring). Northrop Grumman produceert ook verschillende gevechtsvliegtuigen (waaronder de B-2 bommenwerper) en is veruit de belangrijkste 'subcontractor' van de kostbare Joint Strike Fighter (F-35) die door Lockheed Martin geproduceerd wordt. Op het gebied van spionagesatellieten is Northrop Grumman wereldmarktleider en tevens ontwerpt en produceert dit bedrijf verschillende typen onbemande vliegtuigen ('drones') die bijvoorbeeld worden ingezet in onherbergzame gebieden om daar terroristen op te sporen en uit te schakelen.

Concurrenten zijn bedrijven als Rockwell Collins, L-3 Communications, Lockheed Martin, AeroVironment, iRobot Corporation, United Technologies, Boeing, General Dynamics en Raytheon.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

De beurswaarde van Northrop Grumman bedraagt US \$ 19,1 miljard en haar omzet en winst respectievelijk US \$ 25,2 miljard en US \$ 2 miljard. De netto marge is met 7,8% (bruto: 22,1%) goed te noemen en laat de laatste jaren een gestaag oplopende tendens zien. Dat komt mede doordat de door lage marges gekenmerkte scheepsbouwdivisie (Huntington Ingalls) verzelfstandigd is.

Evenals de marges neemt ook de totale winstgevendheid gestaag verder toe. Het afgelopen jaar bedroeg het rendement op het eigen vermogen een aantrekkelijke 20,8%. De balans is sterk wetende dat er een cashreserve is van US \$ 3,2 miljard, de schulden US \$ 3,9 miljard bedragen en Northrop Grumman jaarlijks een vrije cashflow genereert van circa US \$ 2,5 miljard.

De omzet momenteel ligt iets lager dan tien jaar geleden en zelfs 20% onder het niveau van 2007 (mede veroorzaakt door desinvesteringen). Door een forse verbetering van de marges en met name ook de forse inkoop van eigen aandelen kon de winst per aandeel desondanks behoorlijk stijgen: gemiddeld met 13% per jaar gedurende de afgelopen vijf jaar.

Met de forse inkoop van eigen aandelen gaat het bedrijf gewoon door. Recent werd aangekondigd dat ze voor eind 2015 voor US \$ 5 miljard aan eigen aandelen wil inkopen oftewel een kwart van de huidige beurswaarde. Grote kans dat het bedrijf met deze 'truc' de winst per aandeel verder weet op te schroeven.

Analisten verwachten dat de winst per aandeel de komende jaren met een procent of zes zal oplopen. Zelf zijn we uitgegaan van een toename met jaarlijks 4% voor de komende tien jaar. Aan de hand van deze aanname ramen we de intrinsieke waarde op US \$ 136,- oftewel circa 60% meer dan het huidige koersniveau.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Naast overnames – of misschien wel een overname van Northrop Grumman zelf – zien wij de belangrijkste kans in het simpelweg intact houden van de bestaande marktpositie. Gezien de recent aangekondigde grootschalige inkoop van eigen aandelen voorzien wij voorlopig geen grote overnames door Northrop Grumman. Eventuele integratierisico's loopt het bedrijf dan evenmin.

Een andere kans bestaat uit het verder inspelen op de luchtvaart- en defensiemarkten buiten Amerika die nog wel stevig groeien. Hoewel deze activiteiten bij Northrop Grumman weliswaar bovengemiddeld groeien geldt dat ze nog maar slechts een procent of zes van de totale omzet uitmaken.

Een belangrijk aandachtspunt voor Northrop Grumman vormen de defensiebestedingen van de Amerikaanse overheid die de komende jaren onder druk zullen blijven staan. Die bestedingen zijn zoals gezegd goed voor circa 90% van de totale omzet. Dat Amerika op haar defensie-uitgaven bezuinigt is overigens al lang bekend en waarschijnlijk ook al in de beurskoers verwerkt. En ondanks deze bezuinigingen wist Northrop Grumman haar orderboek het afgelopen nog wel met 5% op te voeren (tot US \$ 40,8 miljard).

Wij menen dat een dalende omzet geen al te groot probleem hoeft te zijn, mits dit niet te abrupt gaat. Bestuursvoorzitter Wesley Bush waarschuwt echter wel dat alle onzekerheden omtrent de bezuinigingen op defensie het voor bedrijven als Northrop Grumman lastiger maakt echt toptalent aan te trekken, wat volgens hem essentieel is om Amerika's voorsprong op defensiegebied te behouden.

Een ander risico betreffen hackers en dan met name die gesteund door buitenlandse regimes (vooral China lijkt zich hier mee bezig te houden). Professionele hackers proberen ontwerpen van bijvoorbeeld wapensystemen te verkrijgen aan de hand waarvan afgeleid kan worden hoe deze systemen exact werken. In dergelijke ontwerpen zijn vaak honderden miljoen dollars – zo niet miljarden – geïnvesteerd wat het voor buitenlandse mogendheden interessant maakt ze in handen te krijgen. Data en gegevens in bezit van Northrop Grumman zouden aansprakelijkheidsrisico's kunnen inhouden mochten deze ontvreemd worden. Volgens het management van Northrop Grumman worden daartoe steeds vaker pogingen gedaan.

De Amerikaanse overheid heeft reeds ontwerpen moeten aanpassen nadat deze uitgelekt bleken. Een tactiek die trouwens door de Amerikaanse overheid ook wel wordt toegepast is het zo nu en dan bewust lekken van foutieve ontwerpen. Dat is een simpele maar effectieve manier waarmee alle informatie door hackers verkregen sterk aan waarde inboet. Eenzelfde strategie werd in de Tweede Wereldoorlog succesvol inzet ter voorkoming dat Nazi-Duitsland voortijdig zou

achterhalen waar en wanneer de geallieerden hun invasie op het Europese vasteland zouden beginnen.

MANAGEMENT

Over het management van Northrop Grumman zijn we zeer te spreken. De huidige bestuursvoorzitter, de 52-jarige Wesley Bush, houdt nadrukkelijk rekening met de belangen van de aandeelhouders waarbij hij winst sterk boven omzetgroei prefereert.

Bush, overigens geen familie van de voormalige Amerikaanse presidenten, geldt als bijzonder slagvaardig. In 2010, op de dag dat hij tot bestuursvoorzitter benoemd werd, maakte hij bekend het hoofdkantoor van Northrop Grumman te willen verplaatsen van Los Angeles naar een locatie nabij Washington om dichterbij de buurt van haar belangrijkste klant te resideren. Punt van kritiek vormt wel de hoge beloning van de bestuursvoorzitter: Bush incasseerde afgelopen jaar US \$ 24,4 miljoen.

ONZE TOP 5 EN NEDERLANDSE TOP 3

Hieronder treft u onze 'Top 5' aan. Dit betreft een selectie van een vijftal aandelen die naar ons oordeel op de huidige koersniveaus het meest aantrekkelijk zijn. Hierbij zijn naast de waardering ook nadrukkelijk kwalitatieve factoren – zoals de competitieve positie, de groeivoorzichten en het management – in onze overwegingen meegenomen.

<i>Analysedatum</i>	<i>Bedrijf</i>	<i>Symbool</i>	<i>Rating competitieve positie</i>	<i>Valuta</i>	<i>Koers nu</i>	<i>Berekende intrinsieke waarde</i>
28-9-2011	Apple*	AAPL	****	USD	455,07	764,00
26-4-2012	DIRECTV*	DTV	***	USD	62,45	86,00
27-8-2009	Oracle*	ORCL	****	USD	34,25	52,00
6-11-2012	Royal Dutch Shell*	RDSA	***	EUR	25,93	45,00
26-1-2009	UnitedHealth*	UNH	****	USD	64,15	104,00

Speciaal voor beleggers die zich bij voorkeur richten op de Nederlandse aandelenmarkt is hieronder een tabel weergegeven met onze drie meest favoriete Nederlandse aandelen van dit moment. Ook hier geldt dat naast de waardering nadrukkelijk ook kwalitatieve factoren in onze overwegingen zijn meegenomen.

<i>Analysedatum</i>	<i>Bedrijf</i>	<i>Symbool</i>	<i>Rating competitieve positie</i>	<i>Valuta</i>	<i>Koers nu</i>	<i>Berekende intrinsieke waarde</i>
26-6-2012	Accell*	ACCEL	***	EUR	13,16	20,00
6-11-2012	Royal Dutch Shell*	RDSA	***	EUR	25,93	45,00
5-4-2013	Wolters Kluwer	WKL	***	EUR	16,97	24,00

*) Onze eerdere schatting van de intrinsieke waarde is hier bijgesteld: Apple (van US \$ 580 naar US \$ 764), DIRECTV (van US \$ 75 naar US \$ 86), Oracle (van US \$ 35 naar US \$ 52), Royal Dutch Shell (van EUR 48 naar EUR 45), UnitedHealth (van US \$ 58 naar US \$ 104) en Accell Group (van EUR 28 naar EUR 20).

Voor de volledigheid: met ons 'sterren-systeem' beoordelen we de sterkte van de competitieve positie. Bedrijven die we één ster (*) toekennen, beschikken in onze ogen over een relatief zwakke competitieve positie of er geldt dat de competitieve positie zich eigenlijk eerst nog langer moet 'bewijzen'. Bedrijven die we vijf sterren (*****) toekennen hebben in onze ogen een ijzersterke competitieve positie.

ONTWIKKELINGEN EERDERE SELECTIES

Analysedatum	Bedrijf	Rating competitieve positie	Valuta	Koers op analyse- datum	Koers nu	Vershil (in %)	Hoogste koers sinds analyse- datum	Vershil (in %)	Dividend (in %)	Koers nu / Berekende intrinsieke waarde (in%)	Laatste berekende intrinsieke waarde
2-5-2013	Chevron Corporation	***	USD	121,02	125,11	3,4%	127,40	5,3%	3,2%	62,6%	200,00
2-5-2013	Christian Dior	****	EUR	131,15	142,70	8,8%	148,10	12,9%	1,9%	79,3%	180,00
2-5-2013	Infosys	***	USD	41,71	41,72	0,0%	43,95	5,4%	1,9%	64,2%	65,00
5-4-2013	Archer-Daniels-Midland	**	USD	33,25	33,31	0,2%	35,04	5,4%	2,3%	69,4%	48,00
5-4-2013	JD Sports Fashion	**	GBX	695,00	895,00	28,8%	909,50	30,9%	2,9%	78,3%	1143,00
5-4-2013	Wolters Kluwer	***	EUR	17,05	16,97	-0,5%	17,93	5,2%	4,1%	70,7%	24,00
1-3-2013	Cardinal Health	***	USD	45,68	47,67	4,4%	48,40	6,0%	2,5%	70,1%	68,00
1-3-2013	Imperial Tobacco Group	***	GBX	2351,00	2371,97	0,9%	2443,00	3,9%	4,6%	70,8%	3350,00
1-3-2013	WH Smith	**	GBX	677,00	762,50	12,6%	798,00	17,9%	3,7%	65,7%	1160,00
18-1-2013	Baidu	***	USD	108,43	97,77	-9,8%	111,39	2,7%	0,0%	54,3%	180,00
18-1-2013	Koninklijke Reesink	**	EUR	79,05	64,70	-18,2%	84,25	6,6%	3,9%	56,3%	115,00
18-1-2013	The Brink's Company	**	USD	28,95	26,84	-7,3%	30,75	6,2%	1,5%	63,9%	42,00
21-12-2012	FedEx Corporation	****	USD	91,02	96,52	6,0%	109,66	20,5%	0,6%	804,3%	125,00
21-12-2012	Imtech	**	EUR	16,75	9,31	-44,4%	20,12	20,1%	0,0%	29,1%	32,00
21-12-2012	iRobot Corporation	**	USD	19,02	34,31	80,4%	35,36	85,9%	0,0%	122,5%	28,00
22-11-2012	3M	***	USD	88,94	111,42	25,3%	112,38	26,4%	2,3%	96,9%	115,00
22-11-2012	CTS Eventim	***	EUR	22,92	32,75	42,9%	32,75	42,9%	1,7%	102,3%	32,00
22-11-2012	Deere & Company	***	USD	82,83	87,41	5,5%	95,60	15,4%	2,3%	74,1%	118,00
25-10-2012	Owens-Illinois	***	USD	19,37	27,81	43,6%	28,65	47,9%	0,0%	61,8%	45,00
25-10-2012	Textainer Group Holdings	**	USD	30,10	38,16	26,8%	43,96	46,0%	4,8%	73,4%	52,00
25-10-2012	Tupperware Brands	***	USD	54,57	81,90	50,1%	85,22	56,2%	3,0%	107,8%	76,00
28-9-2012	Expeditors International	****	USD	36,03	39,03	8,3%	43,54	20,8%	1,5%	75,1%	52,00
28-9-2012	Kohl's	***	USD	51,00	51,12	0,2%	55,11	8,1%	2,7%	68,2%	75,00
28-9-2012	SBM Offshore	***	EUR	11,30	14,10	24,8%	14,82	31,2%	0,0%	78,3%	18,00
6-9-2012	Ctrip International	**	USD	16,45	31,96	94,3%	32,40	97,0%	0,0%	127,8%	25,00
6-9-2012	Quality Systems	***	USD	17,54	17,98	2,5%	19,45	10,9%	3,9%	51,4%	35,00
6-9-2012	Royal Dutch Shell	***	EUR	27,68	25,93	-6,3%	28,25	2,1%	5,4%	57,6%	45,00
19-7-2012	BinckBank	**	EUR	5,85	7,08	21,0%	8,01	36,9%	4,6%	59,0%	12,00
19-7-2012	Crocs	**	USD	14,53	17,86	22,9%	18,51	27,4%	0,0%	71,4%	25,00
19-7-2012	The Buckle	**	USD	39,95	53,41	33,7%	57,22	43,2%	1,5%	89,0%	60,00
28-6-2012	Accell Group	***	EUR	13,89	13,16	-5,3%	15,05	8,4%	5,7%	65,8%	20,00
28-6-2012	Joy Global	***	USD	51,64	55,61	7,7%	69,01	33,6%	1,3%	50,6%	110,00
28-6-2012	Tempur Sealy Int.	***	USD	21,41	42,43	98,2%	50,74	137,0%	0,0%	70,7%	60,00
24-5-2012	Expedia	***	USD	42,44	57,49	35,5%	68,09	60,4%	0,9%	84,5%	68,00
24-5-2012	Express	**	USD	16,94	21,20	25,1%	21,23	25,3%	0,0%	60,6%	35,00
25-5-2012	Koninklijke Ten Cate	**	EUR	18,75	19,07	1,7%	21,70	15,7%	2,6%	56,1%	34,00

“Wees angstig wanneer anderen hebzuchtig zijn, maar wees hebzuchtig wanneer anderen angstig zijn.” – Warren Buffett

Aandelen hebben opnieuw een goede maand achter de rug. De AEX wist ruim 3% aan haar totaal toe te voegen. Sinds 1 januari noteert de Amsterdamse graadmeter inmiddels circa 6,5% in de plus.

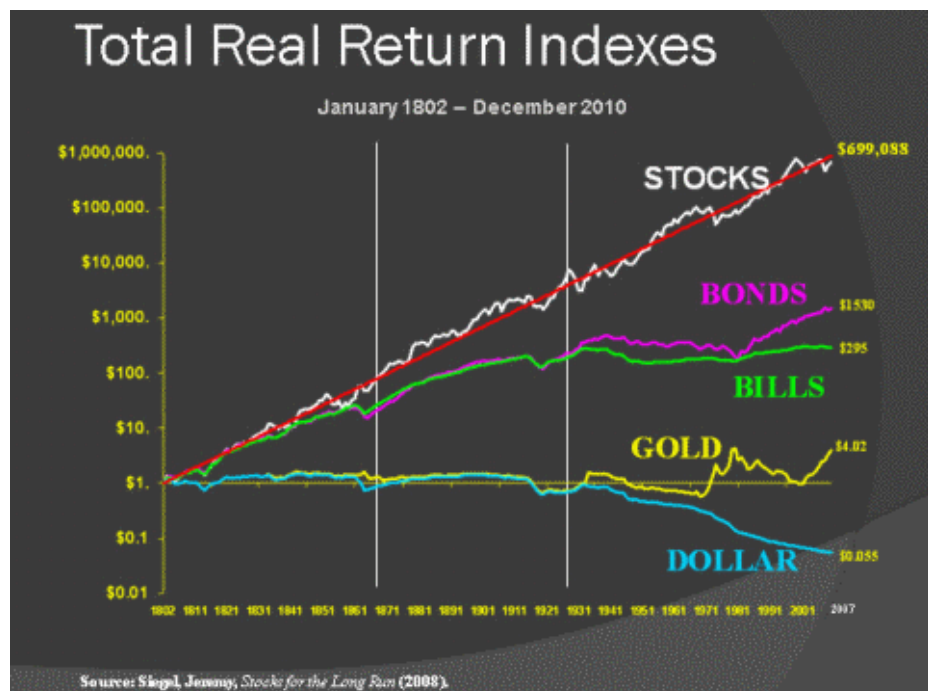
De Amerikaanse beurzen presteerden eveneens goed met winsten uiteenlopend van ruim 3% voor de Dow Jones tot ruim 5% voor de Nasdaq. De drie belangrijkste

beurzen van Amerika (de Dow Jones, de S&P 500 en de Nasdaq) noteren elk sinds begin dit jaar circa 16% hoger.

Ondanks de koersstijgingen van dit jaar en de voorgaande jaren blijven we vrij optimistisch gestemd aangaande de komende jaren. In Amerika liggen de waarderingen nog ietwat onder het langjarige gemiddelde terwijl de waarderingen in Europa beduidend lager liggen. Bovengemiddelde waarderingen momenteel zouden echter gerechtvaardigd zijn vanwege de extreem lage renteniveaus en de – in ieder geval in Amerika – oplopende bedrijfswinsten.

Maar waar u ons wellicht in het optimistische kamp kunt indelen zijn sommige anderen een stuk sceptischer: zij raden soms aan short te gaan of om goud in te slaan. Ons advies is eigenlijk om – net als Buffett – niet al te veel te focussen op allerlei macro-economische factoren maar om met name uit te kijken naar aantrekkelijk gewaardeerde, individuele aandelen. Met een gespreide portefeuille bestaande uit dergelijke aandelen zijn uw kansen op een aantrekkelijk rendement het grootst.

Op korte termijn kan iedere beleggingscategorie goed of slecht presteren, maar op langere termijn is er geen categorie die ook maar bij het rendement van aandelen in de buurt komt (en dan hebben we het dan niet eens over value-aandelen). Zie hiervoor ook onderstaande grafiek waarin u het voor inflatie gecorrigeerde rendement aantreft van verschillende beleggingscategorieën sinds het jaar 1802.



FIGUUR 3 HET REËLE RENDEMENT VAN VERSCHILLENDE INVESTERINGSALTERNATIEVEN VAN 1802 TOT 2007 [BRON: SIEGEL, JEREMY, STOCKS FOR THE LONG RUN (2008)].

Op de volgende pagina's treft u een selectie van nieuwsberichten aan van aandelen die we eerder selecteerden. Enkel wanneer sprake is geweest van belangrijk nieuws, is een verwijzing opgenomen.

Chevron Corporation [mei 2013]

Om beter te kunnen profiteren van Europese schaliegasreserves dienen hierover in Europees verband afspraken te worden gemaakt.

“Chevron says Europe needs broad framework to explore shale gas”

<http://www.4-traders.com/CHEVRON-CORPORATION-12064/news/Chevron-says-Europe-needs-broad-framework-to-explore-shale-gas-16915420>

Infosys [mei 2013]

Infosys kondigde afgelopen maand een samenwerking aan met SAP inzake mobiele applicaties voor producenten van consumentengoederen.

“Infosys Teams-up with SAP - Analyst Blog”

<http://www.nasdaq.com/article/infosys-teamsup-with-sap-analyst-blog-cm246708>

Wolters Kluwer [april 2013]

Wolters Kluwer maakte onlangs de overname van de Braziliaanse softwareontwikkelaar Prosoft bekend.

“Wolters Kluwer Acquires Brazilian Tax and Accounting Software Developer Prosoft”

<http://www.accountingtoday.com/news/Wolters-Kluwer-Acquires-Brazil-Tax-Accounting-Software-Prosoft-66749-1.html>

Wolters Kluwer heeft afgelopen maand haar outlook voor heel 2013 herbevestigd.

“Wolters Kluwer Reiterates 2013 Outlook”

http://online.wsj.com/article/BT-CO-20130508-701981.html?mod=googlenews_wsj

Cardinal Health [maart 2013]

Kwartaalwinst Cardinal Health stijgt met 3,6%.

“Cardinal Health Profit Rose 3.6%; Dividend Raised”

<http://www.foxbusiness.com/news/2013/05/02/cardinal-health-profit-rose-36-dividend-raised/>

Imperial Tobacco Group [maart 2013]

Aandeel Imperial Tobacco stijgt na berichten dat de Britse overheid afziet van strengere wetgeving inzake sigarettenverpakkingen.

"Imperial Tobacco Jumps as U.K. May Not Alter Packs: London Mover"

<http://www.businessweek.com/news/2013-05-02/imperial-tobacco-jumps-as-u-dot-k-dot-may-not-alter-packs-london-mover>

Baidu [februari 2013]

Baidu maakte afgelopen maand de overname van 'online video'-bedrijf PPF bekend waarmee Baidu nu het grootste 'online video'-platform van China in handen heeft.

"Baidu.com, Inc. (ADR) : Baidu Acquires Online Video Business of PPS for US \$370 Million to Create China's Largest Online Video Platform".

[http://www.4-traders.com/BAIDU-COM-INC-ADR-8563/news/Baidu-com-Inc-ADR-Baidu-Acquires-Online-Video-Business-of-PPS-for-US-\\$370-Million-to-Create-Ch-16829382/](http://www.4-traders.com/BAIDU-COM-INC-ADR-8563/news/Baidu-com-Inc-ADR-Baidu-Acquires-Online-Video-Business-of-PPS-for-US-$370-Million-to-Create-Ch-16829382/)

Imtech [januari 2013]

Imtech heeft over het afgelopen jaar een verlies geboekt van EUR 233 miljoen. Cijfers over voorgaande jaren zijn tevens bijgesteld.

"Imtech Posts Annual Loss - Quick Facts"

<http://www.rttnews.com/2121777/imtech-posts-annual-loss-quick-facts.aspx?type=ern>

iRobot Corporation [december 2012]

De technologie schrijdt voort: in een aantal Amerikaanse ziekenhuizen zullen robots, voorzien van camera's, patiënten in hun ziekenhuiskamers gaan bezoeken.

"Robots to link San Fernando Valley hospitals together"

<http://medcitynews.com/2013/05/robots-to-link-san-fernando-valley-hospitals-together/>

Hoewel de oorlogen in Irak en Afghanistan ten einde lopen lijkt de intrede van militaire robots onomkeerbaar. Waar deze markt dit jaar een omvang kent van US \$ 4,5 miljard is de verwachting dat de omvang toeneemt tot US \$ 12 miljard in 2019.

"Military Robot Market"

<http://www.sacbee.com/2013/05/23/5443943/military-robot-market.html>

3M [december 2012]

3M gaat haar investeringen in onderzoek en ontwikkeling opschroeven.

"3M CEO promises increased R&D budget"

<http://www.bizjournals.com/twincities/news/2013/05/14/3m-annual-meeting.html>

CTS Eventim [december 2012]

CTS Eventim kent goed begin van 2013.

"CTS EVENTIM AG : CTS EVENTIM achieves successful start to the 2013 financial year"

<http://www.4-traders.com/CTS-EVENTIM-AG-435918/news/CTS-EVENTIM-AG-CTS-EVENTIM-achieves-successful-start-to-the-2013-financial-year-16866068/>

Deere & Company [december 2012]

Hogere omzet en stabiele marges leiden tot hogere winst bij John Deere.

"Deere & Company: Higher Sales And Stable Margins Help Earnings"

<http://seekingalpha.com/article/1455761-deere-company-higher-sales-and-stable-margins-help-earnings>

Kohl's [oktober 2012]

Kwartaalwinst Kohl's valt hoger uit dan verwacht.

"Kohl's 1Q Earnings Beat, Outlook Up"

<http://www.zacks.com/stock/news/99543/kohls-1q-earnings-beat-outlook-up>

SBM Offshore [oktober 2012]

Kwartaalomzet SBM Offshore stijgt met 35,5%.

"SBM Offshore Q1 Consolidated Revenues Up 35.5% - Quick Facts"

<http://www.rttnews.com/2123590/sbm-offshore-q1-consolidated-revenues-up-35-5-quick-facts.aspx?type=ern>

Quality Systems [september 2012]

Quality Systems boekt kwartaalverlies als gevolg van een afboeking. Ook gecorrigeerd hiervoor valt zowel de omzet als de winst wat tegen.

"Quality Systems Posts Q4 Loss On Impairment Charge - Quick Facts"

<http://www.rttnews.com/2123750/quality-systems-posts-q4-loss-on-impairment-charge-quick-facts.aspx?type=ern>

The Buckle [augustus 2012]

Kwartaalwinst The Buckle valt tegen als gevolg van stijgende kosten.

"Buckle 1Q profit dips as operating expenses rise"

http://www.nbcnews.com/id/51976036/ns/business-us_business/#.Uae0TZyevx4

Joy Global [juli 2012]

Kwartaalwinst Joy Global daalt met 12% maar is desondanks hoger dan verwacht. Bedrijf verlaagt haar winst per aandeel raming voor het hele jaar van US \$ 5,75 tot US \$ 6,35 naar US \$ 5,60 tot US \$ 5,80.

"Joy Global Q2 Profit Falls on 12% Sales Decline; Tops Estimates; Lowers Fiscal Year Guidance (JOY)"

<http://www.dividend.com/news/2013/joy-global-q2-profit-falls-on-12-sales-decline-tops-estimates-lowers-fiscal-year-guidance-joy/>

Tempur Sealy International [juli 2012]

Matrassenfabrikant Tempur-Pedic International heeft haar naam veranderd in Tempur Sealy International. Geholpen door de overname van Sealy kon het bedrijf afgelopen maand een hoger dan verwachte kwartaalwinst rapporteren.

"Tempur-Pedic's 1Q helped by Sealy deal"

<http://www.businessweek.com/ap/2013-05-02/tempur-pedics-1q-helped-by-sealy-deal>

Express [juni 2012]

Kwartaalwinst en -omzet bij kledingretailer Express vallen hoger uit dan verwacht; aandeel stijgt ruim 12%. Bedrijf verhoogt tevens haar prognoses voor het gehele jaar.

"Express 1Q results top Street, lifts outlook"

<http://www.cnbc.com/id/100775845>

Waar kan ik de besproken aandelen kopen?

Voor het kopen van aandelen heeft u een goede beleggingsrekening nodig. Zelf voeren wij onze aandelentransacties doorgaans uit op een effectenrekening bij BinckBank. De aandelen die voor ValueSelections geselecteerd worden zijn hier in ieder geval altijd verkrijgbaar, de website en klantenservice zijn 100% Nederlandstalig en bovendien zijn de transactietarieven gunstig.

Via <http://www.warrenbuffett.nl/binck> kunt u de gratis Binck-informatiemap aanvragen met daarin alle relevantie informatie.

DISCLAIMER

Aan deze informatie kunnen op geen enkele wijze rechten worden ontleend. Dit rapport is niet bedoeld als professioneel beleggingsadvies. De consequenties van het op welke wijze dan ook toepassen van de u toegezonden informatie blijven volledig voor uw eigen rekening. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Voor meer informatie, zie <http://disclaimer.warrenbuffett.nl>.