

VALUESELECTIONS.NET

Drie kansrijke Warren Buffett aandelen

Geselecteerd met behulp van een uitgebreid rekenmodel

INHOUD

| | |
|---------------------------------------|----|
| Drie kansrijke aandelselecties..... | 3 |
| Dr Pepper Snapple Group (DPS)..... | 4 |
| Pandora A/S (PNDORA)..... | 8 |
| Walt Disney Company (DIS) | 11 |
| Onze Top 5 en Nederlandse Top 3 | 15 |
| Ontwikkelingen eerdere selecties..... | 16 |

Drie kansrijke aandeleselecties

28 oktober 2016

Beste belegger,

In dit rapport treft u de ValueSelections-aandelenanalyses aan voor de maand november. Zoals gebruikelijk hebben we weer een drietal interessante selecties voor u in petto.

Het eerste aandeel dat ter sprake komt is Dr Pepper Snapple Group. Deze fabrikant van frisdranken selecteerden we voor ValueSelections drie jaar geleden al eens. Sindsdien is de koers ongeveer verdubbeld. Verderop in dit rapport leggen we uit waarom wij menen dat Dr Pepper Snapple Group naar ons oordeel desondanks nog altijd een aantrekkelijke belegging is.

Het tweede aandeel deze maand is de Deense sieradenmaker Pandora. De winstgroei-ervachtingen zijn bij dit bedrijf hooggespannen en dat maakt dat de actuele koers/winst-verhouding van ongeveer 21 eigenlijk nog best redelijk.

Het derde en laatste aandeel is Walt Disney Company (Disney). Beleggers kunnen Disney beschouwen als een samenvoeging van twee verschillende bedrijfsonderdelen. Enerzijds de entertainmentdivisie met onder meer de stripfiguren, de pretparken en de filmstudio's en anderzijds het populaire sportkanaal ESPN dat live-sportwedstrijden uitzendt.

De entertainmentdivisie van Disney loopt goed maar punt van aandacht is hier dat de resultaten van kwartaal tot kwartaal behoorlijk kunnen verschillen afhankelijk van eventuele bioscoophits. Bij sportkanaal ESPN staat het aantal abonnees onder druk wat samenhangt met de trend dat consumenten hun kabelabonnement opzeggen dan wel verkleinen om in plaats daarvan een abonnement op Netflix te nemen.

Tot slot: mocht u suggesties hebben over hoe we deze rapporten nog verder kunnen verbeteren of indien u bepaalde zaken graag anders ziet, dan horen we uiteraard graag van u.

Alvast veel leesplezier toegewenst!



drs. Hendrik Oude Nijhuis

Founding partner

Kingfisher Capital

DR PEPPER SNAPPLE GROUP (DPS)

| | |
|--|--------------------------------------|
| Koers: US \$ 86,95 | EBIT: US \$ 1,3 miljard |
| Beurswaarde: US \$ 16,2 miljard | Enterprise value: US \$ 19,1 miljard |
| Beurs: NYSE | Earnings Yield: 6,8% |
| Koers/winstverhouding (KW): 19,9 | Dividend: 2,4% |
| Intrinsieke waarde: US \$ 124,- | Koerspotentieel: 43% |
| Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 98,80 / 85,42 | Kopen tot: US \$ 90,- |
| ISIN code: US26138E1091 | Sector: frisdrankconcern |
| Website: http://www.drpeppersnapplegroup.com | Analysedatum: 27 oktober 2016 |



FIGUUR 1 HET KOERSVERLOOP VAN DR PEPPER SNAPPLE GROUP OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

Dr Pepper Snapple Group (Dr Pepper) selecteerden wij voor ValueSelections eerder (in september 2013) al eens. Sindsdien is de beurskoers verdubbeld en incasseerden beleggers bovendien de nodige dividendinkomsten.

Ondanks de genoemde verdubbeling komt het aandeel momenteel wederom bovendrijven in screenings waarbij we selecteren op heel winstgevende bedrijven (hoge Return on Invested Capital) waarvan de aandelen laag gewaardeerd zijn (hoge Earnings Yield). In een dergelijke screening behoort Dr Pepper momenteel tot het best scorende deciel oftewel tot de 10% van best scorende aandelen.

Onze eerdere analyse van Dr Pepper hebben we geactualiseerd en deze treft u hieronder aan.

BEDRIJFSMODEL

Met meer dan 50 verschillende niet-alcoholische drankenmerken en honderden productvarianten is Dr Pepper Snapple Group (Dr Pepper) de derde grootste frisdrankproducent in de Verenigde Staten. Het bedrijf beschikt zoals gezegd over een groot aantal merken: naast Dr Pepper en Snapple valt hierbij te denken aan onder andere 7 Up, A&W, Canada Dry, Clamato, Crush, Hawaiian Punch, Mott's en Schweppes. Een groot deel van deze merken wordt overigens uitsluitend verkocht in de Verenigde Staten. Dr Pepper is zelf actief met bottelen en distributie maar voor een deel zijn deze taken ook aan derde partijen uitbesteed.

Het bedrijf is ontstaan toen deze in mei 2008 verzelfstandigd werd van de Britse zoetwarenfabrikant Cadbury Schweppes. Dr Pepper scoort goed op de factoren 'goed' (in het verdienen van geld) en 'goedkoop' (qua waardering). Wij karakteriseren Dr Pepper als een typisch voorbeeld van een zogeheten *compounder*: een bedrijf dat onderliggend steeds meer waard wordt en waarvan het telkens eigenlijk enkel een kwestie van tijd is voordat de beurskoers de oplopende intrinsieke waarde volgt.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: ***)

De competitieve positie van Dr Pepper met zijn meer dan 50 verschillende drankenmerken is redelijk goed te noemen. Het bedrijf is met een marktaandeel van 21% op enige afstand de op twee na grootste frisdrankfabrikant in de Verenigde Staten. Coca-Cola en PepsiCo tezamen hebben een marktaandeel van ongeveer 70%.

Opgemerkt is dat Coca-Cola en PepsiCo naast de grootste concurrenten tegelijkertijd ook klanten van Dr Pepper zijn: Coca-Cola en PepsiCo hebben het bottelen en de distributie van uiteenlopende Dr Pepper-dranken ten dele op zich genomen. Andere concurrenten zijn Nestlé en Kraft Foods.

Dr Pepper behaalt bijna 90% van zijn omzet in de Verenigde Staten en ongeveer 80% van de omzet wordt behaald met de verkoop van koolzuurhoudende frisdranken. De verkoopvolumes van koolzuurhoudende frisdranken dalen in Amerika al bijna een decennium hetgeen beleggers mogelijk afschrikt. Van belang is echter te beseffen dat die daling met name van toepassing is op de verkoop van cola. De verkoop van andere koolzuurhoudende frisdranken met een smaakje verloopt wat beter en juist daarin is Dr Pepper sterk.

BEDRIJFSCIJFER, RATIO'S EN WAARDERING

De omzet van Dr Pepper groeit de laatste jaren, mede als gevolg van prijsverhogingen, langzaam maar gestaag en bedraagt momenteel US \$ 6,3 miljard. De winst bedroeg afgelopen jaar US \$ 764 miljoen (de nettomarge bedraagt 12,1%). Aan cash is US \$ 911 miljoen beschikbaar, de schulden bedragen US \$ 2,9 miljard. Vanwege de sterke en stabiele vrije cashflow die gegeneerd wordt maken we ons over de schuldpositie geen zorgen.

De beurswaarde bedraagt US \$ 16,2 miljard en het aantal medewerkers circa 19.000. Er is sprake van een structureel hoge winstgevendheid. Zo bedroeg het rendement op het eigen vermogen over het afgelopen jaar een heel fraaie 34,1%. De winst wordt mede aangewend voor de inkoop van eigen aandelen en voor het uitkeren van dividend (2,4% bij de huidige koers). Analisten rekenen voor de komende vijf jaar op een verwachte winstgroei per aandeel van 10,5% per jaar.

Dr Pepper kent momenteel een waardering van ongeveer 20 keer de winst. Ter vergelijking: voor aandelen PepsiCo wordt momenteel 24 keer de winst betaald, voor Coca-Cola 25 keer de winst.

De intrinsieke waarde van Dr Pepper ramen we circa 40% boven het actuele koersniveau. Maar misschien nog wel belangrijker te weten is dat dit bedrijf een typisch voorbeeld is van een zogeheten *compounder* is. Onderliggend worden dergelijke bedrijven steeds meer waard en geldt dat de beurskoersen van dergelijke bedrijven op termijn eveneens een gestaag oplopende tendens laat zien.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Zoals we al aangaven behaalt Dr Pepper bijna 90% van zijn omzet in de Verenigde Staten (de resterende 11% komt grotendeels uit Canada en Mexico). Een voor de hand liggende kans lijkt dan ook internationale expansie. Het bedrijf wil zich echter vooralsnog vooral blijven focussen op de Verenigde Staten waar het management nog steeds mogelijkheden ziet om marktaandeel te winnen. Wij hebben de indruk dat dit een verstandige keuze is. Binnen de Verenigde Staten moet Dr Pepper in staat worden geacht met relatief lage risico's en relatief lage investeringen winstgevend verder te kunnen groeien. Voor internationale expansie zijn naar verwachting beduidend hogere investeringen nodig.

Een kans is ook te groeien in het niet-koolzuurhoudende drankensegment (nu goed voor 20% van de omzet van Dr Pepper). Dr Pepper wil hier vooral groeien op organische wijze aangezien bij overnames van dit type drankbedrijven momenteel hoge waarderingen gevraagd worden.

Opgemerkt is dat Dr Pepper, zoals al eerder aangegeven, vooral een sterke marktpositie heeft in niet-cola zijnde koolzuurhoudende frisdranken. In zes van de tien belangrijkste niet-cola zijnde koolzuurhoudende frisdranken heeft Dr Pepper het grootste marktaandeel. Hierbij profiteert Dr Pepper ook van demografische trends. Zo geven Hispanics (één op de vier Amerikanen jonger dan 18 jaar is een Hispanic oftewel een Amerikaan van Latijns-Amerikaanse, Spaanse of Portugese afkomst) de voorkeur aan koolzuurhoudende frisdranken met een smaakje. En de zogeheten *millennials* – degenen die geboren zijn tussen 1977 en 2000 – prefereren ook meer keuzevrijheid met betrekking tot consumptie van frisdranken.

In het algemeen worden consumenten steeds gezondheids- en caloriebewuster. Als antwoord daarop heeft Dr Pepper een nieuwe collectie ontwikkeld ('Dr Pepper TEN') waarbij van verschillende drankenmerken varianten te koop zijn die heel weinig calorieën bevatten. De marketing van deze caloriearme frisdranken is opgeschroefd en er is binnen de onderneming extra aandacht voor gezondere dranken.

MANAGEMENT

Het management van Dr Pepper is sterk gericht op de creatie van aandeelhouderswaarde middels winstgevende omzetgroei. Over het management zijn we dan ook zeer te spreken. Op de kosten wordt scherp gelet hetgeen wellicht zal leiden tot op termijn hogere marges (bij sommige met Dr Pepper vergelijkbare bedrijven liggen de marges momenteel nog wat hoger).

Bestuursvoorzitter is de 62-jarige Larry Young die het afgelopen jaar, alles meegerekend, US \$ 3,1 miljoen voor zijn werkzaamheden voor Dr Pepper incasseerde. Young is sinds 2007 de hoogste baas bij Dr Pepper – het bedrijf was toen nog onderdeel van zoetwarenfabrikant Cadbury en dhr. Young speelde een belangrijke rol bij de verzelfstandiging. Eerder in zijn carrière was hij zo'n 25 jaar werkzaam voor PepsiCo. Daar is dhr. Young begonnen als vrachtwagenchauffeur om vervolgens via verschillende functies gestaag verder op te klimmen.

PANDORA A/S (PNDORA)

Koers: DDK 891,00

EBIT: DDK 5,8 miljard

Beurswaarde: DDK 104,3 miljard

Enterprise value: DDK 108 miljard

Beurs: Kopenhagen

Earnings Yield: 5,4%

Koers/winstverhouding (KW): 21,3

Dividend: 1,5%

Intrinsieke waarde: DDK 1.450,-

Koerspotentieel: 62%

Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 1.007,- / 705,-

Kopen tot: DDK 1.035,-

ISIN code: DK0060252690

Sector: retail (sierraden)

Website: <http://www.pandora.net>

Analysedatum: 27 oktober 2016



FIGUUR 2 HET KOERSVERLOOP VAN PANDORA A/S OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

BEDRIJFSMODEL

Het Deense bedrijf Pandora S/A (Pandora) houdt zich bezig met sieraden. Het bedrijf ontwerpt sieraden in Denemarken, bewerkt de sieraden in Thailand (Pandora telt daar circa 12.000 medewerkers) om de sieraden vervolgens wereldwijd te vermarkten.

Pandora is genoteerd aan de aandelenbeurs in Kopenhagen en het aandeel noteert in Deense kronen (DDK). Een Deense kroon is ongeveer EUR 0,13 waard. De beurswaarde van Pandora van DDK 104,3 miljard komt overeen met circa EUR 14 miljard en de actuele koers van DDK 891 met circa EUR 115,-.

Interessant is dat de online-verkopen bij Pandora nog succesvoller verlopen dan het bedrijf zelf al had verwacht. In de markten waar Pandora tevens op e-commerce inzet zijn de online-verkopen inmiddels goed voor 6% tot 7% van de omzet. Pandora stelt dat deze verkopen voor een groot deel incrementeel zijn en niet of nauwelijks ten koste gaan van de verkopen in de fysieke filialen.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: **)

De competitieve positie van Pandora is redelijk. De sieraden worden in lagelonenland Thailand handmatig bewerkt en afgewerkt wat een kostenvoordeel oplevert. Vanuit beleggersoptiek zijn de bedelarmbanden die Pandora in glanzend zilver, geoxideerd zilver of 14 karaat goud verkoopt interessant. Deze armbanden zijn namelijk naar eigen voorkeuren samen te stellen door het uitkiezen van verschillende bedels (oftewel kleine figuurtjes, zogenaamde bedeltjes, die aan armbanden en kettingen kunnen worden opgehangen). In zekere zin is hier sprake van een ecosysteem waarbij het voor consumenten die al sieraden van Pandora bezitten extra interessant is sieraden en bedels van Pandora te blijven kopen vanwege het kunnen maken van allerlei combinaties.

Pandora concurreert met bedrijven als Tiffany, Richemont (Cartier) en Blue Nile hoewel nadrukkelijk is opgemerkt dat Pandora zich op een wat lager prijssegment richt en daarmee voor een groot deel van de doelgroep van vrouwen tussen 25 en 45 jaar binnen bereik ligt. Met het eerder bij ValueSelections besproken Signet Jewelers werkt Pandora samen via shop-in-shops in circa 200 filialen van de keten Jared van Signet Jewelers.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

Pandora is uitermate winstgevend. De nettomarge bedraagt 26,3% (bruto: 72,9%) terwijl het rendement op het eigen vermogen op meer dan 100% uitkomt. Bovendien zit de groei er bij Pandora stevig in: exclusief valuta-effecten nam de omzet het voorbije jaar toe met 20%. De winst per aandeel steeg met meer dan 30% en voor de komende jaren voorzien analisten een verdere winstgroei van meer dan 20% per jaar.

Over een omzet van DDK 18,7 miljard werd afgelopen jaar een winst behaald van DDK 4,9 miljard. Opvallend is dat afgelopen jaar 135% van de winst aan dividend en inkoop van eigen aandelen besteed is. Dit valt te verklaren door een opgevoerde schuld die overigens nog altijd vrij beperkt is en met de winst van een jaar volledig afgelost zou kunnen worden.

Voor aandelen Pandora wordt momenteel 21,3 keer de winst betaald wat vanwege de sterke groei naar ons oordeel een vrij bescheiden waardering is. Uitgaande van de verwachte winst voor komend jaar is sprake van een waardering van amper 16 keer de winst. Wij geven aan Pandora een geschatte intrinsieke waarde van DDK 1.450,- mee wat met name gebaseerd is op de stevige winstgroei die voor de komende jaren wordt verwacht.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Een kans vormen nieuwe productcategorieën zoals ringen en het met regelmaat op de markt brengen van nieuwe collecties. Een voorbeeld hiervan vormt de op Disney geïnspireerde Pandora Disney Collection.

China vormt eveneens een kans voor het bedrijf. Recent werd een samenwerking beklonken met de Chinese e-commerce gigant Alibaba waarbij Alibaba sieraden van Pandora via zijn platformen zal gaan aanbieden. Interessant te weten hierbij is dat China reeds de belangrijkste markt voor sieraden ter wereld is.

Een andere voor de hand liggende kans vormt het verder inzetten op e-commerce en het opschroeven van het aantal filialen. Het aantal filialen bedroeg 1.785 per eind 2015 waarbij het overigens vooral om franchisefilialen gaat. Het werken met franchisefilialen maakt het voor Pandora mogelijk snel en met weinig risico nieuwe markten te kunnen betreden.

Voornemen is het aantal filialen de komende jaren met 200 tot 300 per jaar op te schroeven. Deze uitbreiding moet voor circa 60% in Europa plaatsvinden, voor ongeveer 20% in Noord- en Zuid-Amerika en voor de resterende 20% in Azië en Australië.

Zo'n vijf jaar geleden heeft Pandora geprobeerd de prijzen stevig te verhogen maar erg succesvol was die verhoging niet waarna besloten werd de prijsverhoging weer ongedaan te maken. Zoals aangegeven is de competitieve positie van Pandora redelijk goed maar dan wel binnen een prijsrange die beduidend lager ligt vergeleken met een bedrijf als Tiffany. Pandora biedt zogeheten *'affordable luxury'* en is in dat opzicht misschien nog wel beter te vergelijken met bedrijven als Starbucks, Chipotle en Netflix.

Laatste punt van aandacht vormt het Verenigd Koninkrijk welke goed is voor ongeveer 10% van de omzet. Pandora stelt in de verkopen aldaar vooralsnog geen nadelige gevolgen te ondervinden van de keuze voor een Brexit maar het bedrijf heeft uiteraard wel te maken met nadelige valuta-effecten.

MANAGEMENT

Bestuursvoorzitter van Pandora is de Deen Anders Colding Friss (53 jaar; totale jaarvergoeding DDK 18,7 miljoen). Dhr. Friss vervult deze functie sinds afgelopen jaar en de negen voorgaande jaren is hij bestuursvoorzitter geweest van Scandinavian Tobacco Group, de grootste producent van sigaren en pijptabak ter wereld.

Bij zijn aantreden als bestuursvoorzitter afgelopen jaar stelde Anders Colding het volgende: "Pandora ontwikkelt zich tot een gevestigd merk, met enorme kansen in zowel de huidige als in opkomende markten. Ik kijk er naar uit om samen met alle teams binnen Pandora te werken aan het benutten van deze kansen, door volop te blijven focussen op onze producten, partners en klanten."

WALT DISNEY COMPANY (DIS)

| | |
|--|---------------------------------------|
| Koers: US \$ 94,02 | EBIT: US \$ 13,2 miljard |
| Beurswaarde: US \$ 152,3 miljard | Enterprise value: US \$ 165,5 miljard |
| Beurs: NYSE | Earnings Yield: 8% |
| Koers/winstverhouding (KW): 16,9 | Dividend: 1,5% |
| Intrinsieke waarde: US \$ 134,- | Koerspotentieel: 43% |
| Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 120,65 / 86,25 | Kopen tot: US \$ 96,- |
| ISIN code: US2546871060 | Sector: entertainment |
| Website: http://www.thewaltdisneycompany.com | Analysedatum: 27 oktober 2016 |



FIGUUR 3 HET KOERSVERLOOP VAN WALT DISNEY COMPANY OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

BEDRIJFSMODEL

Van Dagobert Duck tot Mickey Mouse en van de themaparken in onder meer Orlando, Parijs en Shanghai tot de populaire sportzender ESPN: het behoort allemaal toe aan entertainmentconcern Walt Disney Company (Disney). De hoeveelheid aan beschikbaar intellectueel eigendom is schier oneindig en wordt op allerlei manieren te gelde gemaakt door het concern.

We wijzen op het unieke karakter van de intellectuele eigendommen van Disney en benadrukken dat er wereldwijd sprake is van toenemende vraag naar entertainment en vermaak. Beleggers zijn echter bezorgd over veranderingen in het medialandschap (daarover straks meer) met als gevolg dat de koers van Disney de afgelopen twee jaar zo'n 25% is gedaald. Deze koersdaling heeft de kans vergroot dat beleggers in Disney de komende jaren een aantrekkelijk rendement tegemoet gaan zien.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: *)**

De competitieve positie van Disney is erg goed vanwege met name de al genoemde intellectuele eigendommen waaronder ook uitzendrechten van sportwedstrijden. Het ESPN-netwerk, grotendeels in handen van Disney, is in de Verenigde Staten de belangrijkste aanbieder van live-sportuitzendingen. Dat live-sportwedstrijden in de Verenigde Staten zo geliefd zijn maakt dat ESPN forse vergoedingen kan vragen aan kabelmaatschappijen voor het recht ESPN in hun zenderpakketten te mogen opnemen. De inkomsten die ESPN daarmee verkrijgt worden vervolgens weer voor een groot deel gebruikt om uitzendrechten te verwerven van bijvoorbeeld de NFL-competitie (rugby) en van de NBA (basketbal).

In zekere zin concurreert Disney met alle andere vormen van entertainment. Met de toenemende populariteit van nieuwe aanbieders van entertainment waaronder Amazon Prime, HBO NOW, Netflix en Hulu is er onduidelijkheid over welke invloed dit allemaal op de competitieve positie van Disney zal hebben. We benadrukken echter dat bovengenoemde aanbieders zich vooral bezighouden met het distribueren van content terwijl Disney zich juist vooral bezighoudt met het creatieve proces van het creëren van content.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

Disney telt 185.000 medewerkers en heeft een beurswaarde van US \$ 152,3 miljard. De nettomarge bedraagt een fraaie 16,9% en ten dele wordt de winst aangewend voor de inkoop van eigen aandelen.

Aan cash is US \$ 4,3 miljard beschikbaar terwijl de schuld US \$ 12,8 miljard bedraagt. Waar Disney in het verleden dikwijls een wat hogere waardering had dan de S&P 500 is Disney momenteel juist wat lager gewaardeerd.

Een blik op de cijfers laat zien dat Disney behoorlijk groeit: de afgelopen twaalf maanden steeg de omzet met 9,1% en de winst per aandeel met 15,7%. Voor de komende vijf jaar wordt een toename van de winst per aandeel voorzien van 10,7% per jaar. Met deze verwachte groei rekening houdend en eveneens met de unieke intellectuele eigendommen komt ons de actuele waardering van ongeveer 16 keer de winst nog vrij bescheiden over.

Tom Gayner, een bekende value-belegger die met verzekeraar Markel eenzelfde werkwijze volgt als Warren Buffett met Berkshire Hathaway ten aanzien van het investeren van verzekeringspremies, stelde eerder dit jaar te verwachten dat het aandeel Disney in vijf tot tien jaar in koers zal verdubbelen. Deze aanname is volledig gebaseerd op waardecreatie bij Disney zelf en geenszins is hierbij uitgegaan van een hogere waardering. Een verdubbeling in vijf jaar impliceert een jaarlijks rendement van 15% terwijl een verdubbeling in tien jaar een jaarrendement van 7% impliceert. Ongeveer in lijn met de aannames van Tom Gayner veronderstellen wij de intrinsieke waarde van Disney op US \$ 134 per aandeel.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

De wereldwijde vraag naar het product van Disney – vermaak en content van hoge kwaliteit – stijgt al decennialang en vrijwel niets wijst erop dat hier verandering in komt. Er is geen ander bedrijf in deze sector te vinden dat al zo lang en zo succesvol intellectuele eigendommen weet te creëren en te vermarkten. Vanwege de intellectuele eigendommen die Disney alsmaar weer opnieuw weet te creëren stelde Warren Buffett jaren geleden al eens Disney te beschouwen als een oliebron waarvan het reservoir telkens vanzelf weer volstroomt.

Decennia geleden investeerde Buffett in Disney toen het bedrijf een naar Buffett's oordeel wel heel lage beurswaarde kende (slechts US \$ 80 miljoen). Buffett kocht voor US \$ 4 miljoen een belang van circa 5% en verkocht een jaar later met een winst van 50%. Deze verkoop gebruikt Buffett wel eens als les voor beleggers waarbij de les is dat aandelen van kwaliteitsbedrijven beter niet al te snel worden verkocht. Een 5%-belang in Disney heeft momenteel, ondanks de aantrekkelijke waardering die wij veronderstellen, een waarde van zo'n US \$ 7,5 miljard. En met alle dividenden en het groter worden van het belang als gevolg van aandeleninkoop waarvan Buffett eveneens geprofiteerd zou hebben is dan nog niet eens rekening gehouden.

Een van de aandachtspunten bij Disney vormt sportkanaal ESPN waarbij het aantal betalende abonnees daalt terwijl de prijs van sportuitzendingen stijgt. Deze ongunstige combinatie heeft ESPN vooralsnog grotendeels weten af te wentelen middels prijsverhogingen maar de vraag is uiteraard wel of dit niet nog meer abonnees ertoe zal aanzetten hun kabelabonnement te wijzigen, bijvoorbeeld door de dure zender ESPN uit het pakket te halen.

Ander punt van aandacht vormen de films waarmee Disney de afgelopen jaren de ene bioscoophit na de andere behaalde. Denk hierbij aan titels als 'Star Wars: The Force Awakens'. Ondanks de successen in de afgelopen jaren geldt dat eventuele toekomstige bioscoophits een lastig te voorspellen inkomstenbron vormen.

Disney weet zoals gezegd als geen ander bedrijf al decennialang aansprekende content te creëren danwel te verwerven (zoals uitzendingrechten van sportwedstrijden). Wij menen dat het adagium '*content is king*' zal blijven gelden en dat Disney ondanks technologische veranderingen uiteindelijk nieuwe manieren zal vinden om dergelijke content te gelde te maken.

Laatste punt waar we op willen wijzen betreffen recente geruchten dat Disney geïnteresseerd zou zijn in een overname van berichtenservice Twitter en streaming videoplatform Netflix. Vanwege de beperkte strategische fit die wij tussen Disney en Twitter zien en de wel heel forse waardering van Netflix zou een overname van één van deze bedrijven voor ons aanleiding zijn onze optimistische kijk op Disney te heroverwegen.

MANAGEMENT

Over het management dat duidelijk gericht is aandeelhouderswaardecreatie zijn we beslist te spreken. Enig punt van kritiek vormt de torenhoge vergoeding van

bestuursvoorzitter Robert Iger (65) van maar liefst US \$ 44,9 miljoen afgelopen jaar. Iger werd in 2005 tot bestuursvoorzitter van Disney benoemd. Zijn huidige contract loopt tot juni 2018 waarna het contract mogelijk nog met enkele jaren zal worden verlengd.

Sinds zijn aantreden als bestuursvoorzitter zijn door dhr. Iger de nodige succesvolle overnames gedaan. Het gaat hierbij onder meer om de overname van computeranimatiestudio Pixar (bekend van o.a. 'Frozen') en enkele jaren later de overnames van Marvel (bekend van o.a. 'Spider-Man') en Lucasfilm (bekend van o.a. 'Star Wars'). Een recente investering van US \$ 1 miljard in BAMTech, een belangrijke speler op de markt van online live-streaming, vormt wellicht de opmaat voor Disney om live-sportwedstrijden eveneens via online live-streaming aan te bieden.

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>Symbol</i> | <i>Rating competitieve positie</i> | <i>Valuta</i> | <i>Koers nu</i> | <i>Berekende intrinsieke waarde</i> |
|---------------------|---------------------|---------------|------------------------------------|---------------|-----------------|-------------------------------------|
| 28-10-2010 | Anthem* | ANTM | *** | USD | 123,49 | 235,00 |
| 28-9-2011 | Apple* | AAPL | **** | USD | 114,48 | 168,00 |
| 29-1-2016 | Berkshire Hathaway* | BRK.A | ***** | USD | 216.820 | 294.000 |
| 27-8-2009 | IBM Corporation | IBM | **** | USD | 153,35 | 185,00 |
| 27-8-2015 | Polaris Industries | PII | *** | USD | 75,04 | 172,00 |

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>Symbol</i> | <i>Rating competitieve positie</i> | <i>Valuta</i> | <i>Koers nu</i> | <i>Berekende intrinsieke waarde</i> |
|---------------------|-------------------|---------------|------------------------------------|---------------|-----------------|-------------------------------------|
| 23-7-2014 | Accell Group* | ACCEL | *** | EUR | 22,82 | 28,00 |
| 18-12-2015 | PostNL | PNL | ** | EUR | 4,26 | 5,00 |
| 21-4-2016 | Randstad Holding* | RAND | *** | EUR | 47,47 | 58,00 |

*) Onze eerdere schatting van de intrinsieke waarde is hier bijgesteld: Anthem (van US \$ 120 naar US \$ 235), Apple (van US \$ 83 naar US \$ 168), Berkshire Hathaway (van US \$ 267.000 naar US \$ 294.000), Accell Group (van EUR 26 naar EUR 28) en Randstad Holding (van EUR 70 naar EUR 58).

Voor de volledigheid: met ons sterrensysteem 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 | | Verskil (in %) | Hoogste koers sinds analyse- datum | Verskil (in %) | Dividend (in %) | Koers nu / Berekende intrinsieke waarde (in%) | Laatste berekende intrinsieke waarde |
|--------------|----------------------------------|-----------------------------------|--------|-------------------------------|----------|-------------------|--|-------------------|--------------------|---|---|
| | | | | Koers nu | | | | | | | |
| 30-9-2016 | Deluxe Corporation | ** | USD | 65,95 | 63,10 | -4,3% | 67,45 | 2,3% | 1,9% | 65,7% | 96,00 |
| 30-9-2016 | Groupe Crit | ** | EUR | 54,72 | 57,30 | 4,7% | 57,49 | 5,1% | 0,7% | 56,2% | 102,00 |
| 30-9-2016 | Sodexo | *** | EUR | 104,65 | 102,85 | -1,7% | 108,20 | 3,4% | 2,1% | 80,4% | 128,00 |
| 26-8-2016 | Bravida Holding | ** | SEK | 57,75 | 58,25 | 0,9% | 60,50 | 4,8% | 1,7% | 72,8% | 80,00 |
| 26-8-2016 | Howden Joinery Group | *** | GBX | 456,20 | 373,35 | -18,2% | 465,50 | 2,0% | 0,9% | 53,3% | 700,00 |
| 22-7-2016 | Beter Bed Holding | *** | EUR | 19,90 | 19,56 | -1,7% | 22,20 | 11,6% | 4,5% | 81,5% | 24,00 |
| 22-7-2016 | Deere & Company | **** | USD | 82,22 | 87,04 | 5,9% | 89,34 | 8,7% | 2,8% | 62,2% | 140,00 |
| 22-7-2016 | Nestlé | ***** | CHF | 77,90 | 72,25 | -7,3% | 80,05 | 2,8% | 3,1% | 87,0% | 83,00 |
| 1-7-2016 | Lotus Bakeries | *** | EUR | 1.681,05 | 2.499,90 | 48,7% | 2.617,95 | 55,7% | 0,4% | 113,6% | 2.200,00 |
| 1-7-2016 | Moncler | ** | EUR | 13,99 | 15,55 | 11,2% | 16,00 | 14,4% | 0,9% | 81,8% | 19,00 |
| 1-7-2016 | Signet Jewelers | ** | USD | 82,41 | 82,46 | 0,1% | 96,16 | 16,7% | 1,3% | 62,5% | 132,00 |
| 26-5-2016 | Admiral Group | *** | GBX | 1.943,63 | 1.924,46 | -1,0% | 2.288,00 | 17,7% | 1,9% | 68,7% | 2.800,00 |
| 26-5-2016 | Burberry Group | *** | GBX | 1.081,83 | 1.474,06 | 36,3% | 1.567,00 | 44,8% | 1,8% | 95,1% | 1.550,00 |
| 26-5-2016 | L Brands | **** | USD | 66,45 | 72,77 | 9,5% | 79,20 | 19,2% | 3,3% | 72,8% | 100 |
| 21-4-2016 | Euromoney Institutional Investor | ** | GBX | 900,00 | 1.015,46 | 12,8% | 1.240,00 | 37,8% | 0,7% | 79,3% | 1.280,00 |
| 21-4-2016 | Randstad Holding | *** | EUR | 48,98 | 47,47 | -3,1% | 48,55 | -0,9% | 3,5% | 81,8% | 58,00 |
| 21-4-2016 | Stanley Black & Decker | *** | USD | 108,22 | 116,77 | 7,9% | 124,86 | 15,4% | 2,0% | 77,8% | 150,00 |
| 8-4-2016 | Atos | *** | EUR | 71,09 | 94,92 | 33,5% | 99,6 | 40,1% | 1,2% | 96,9% | 98,00 |
| 8-4-2016 | General Dynamics Corporation | *** | USD | 131,39 | 151,14 | 15,0% | 156,97 | 19,5% | 2,0% | 83,0% | 182,00 |
| 8-4-2016 | Robert Half International | *** | USD | 44,13 | 39,48 | -10,5% | 45,71 | 3,6% | 2,2% | 56,4% | 70,00 |
| 26-2-2016 | Jones Lang LaSalle | *** | USD | 104,83 | 101,49 | -3,2% | 123,10 | 17,4% | 0,6% | 67,7% | 150,00 |
| 26-2-2016 | Sports Direct International | ** | GBP | 388,80 | 283,87 | -27,0% | 437,70 | 12,6% | 0,0% | 51,6% | 550,00 |
| 26-2-2016 | Zodiac Aerospace | *** | EUR | 14,36 | 22,36 | 55,7% | 23,95 | 66,8% | 1,4% | 86,0% | 26,00 |
| 29-1-2016 | Berkshire Hathaway | ***** | USD | 188.300 | 215.840 | 14,6% | 226.490 | 20,3% | 0,0% | 73,4% | 294.000 |
| 29-1-2016 | Fitbit | * | USD | 15,63 | 14,10 | -9,8% | 18,48 | 18,2% | 0,0% | 64,1% | 22,00 |
| 29-1-2016 | Hugo Boss | *** | EUR | 72,42 | 56,37 | -22,2% | 73,91 | 2,1% | 6,4% | 47,8% | 118,00 |
| 18-12-2015 | Koninklijke Boskalis Westminster | *** | EUR | 36,82 | 30,90 | -16,1% | 37,68 | 2,3% | 5,2% | 56,2% | 55,00 |
| 18-12-2015 | PostNL | ** | EUR | 3,03 | 4,26 | 40,6% | 4,29 | 41,6% | 0,0% | 85,2% | 5,00 |
| 18-12-2015 | Prosegur Compania de Seguridad | ** | EUR | 4,08 | 6,58 | 61,3% | 6,86 | 68,1% | 1,5% | 97,5% | 6,75 |
| 25-11-2015 | Cal-Maine Foods | ** | USD | 55,77 | 37,41 | -32,9% | 56,36 | 1,1% | 6,7% | 48,0% | 78,00 |
| 25-11-2015 | GoPro | ** | USD | 19,24 | 14,13 | -26,6% | 20,80 | 8,1% | 0,0% | 33,6% | 42,00 |
| 25-11-2015 | Royal Dutch Shell | *** | EUR | 23,63 | 22,98 | -2,8% | 25,38 | 7,4% | 7,4% | 65,7% | 35,00 |
| 30-10-2015 | Air Methods | *** | USD | 41,10 | 28,25 | -31,3% | 41,93 | 2,0% | 0,0% | 51,4% | 55,00 |
| 30-10-2015 | Monsanto | **** | USD | 93,73 | 101,33 | 8,1% | 114,26 | 21,9% | 2,1% | 77,9% | 130,00 |
| 30-10-2015 | Yum! Brands | **** | USD | 72,51 | 85,73 | 18,2% | 91,99 | 26,9% | 2,4% | 93,2% | 92,00 |

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

Aandelenbeurzen hebben een redelijke maand achter de rug. De AEX wist ruim een procent te winnen en staat sinds begin dit jaar zo'n 3% in de plus.

De Amerikaanse beurzen veranderden afgelopen maand per saldo niet. Sinds begin dit jaar noteert de Dow Jones een plus van circa 4% terwijl zowel de S&P 500 als de Nasdaq circa 5% in de plus staan.

Waar we hier nog eens op willen wijzen is het belang van spreiding. Niet iedere belegging wordt namelijk uiteindelijk een succes en beleggers zijn zich daar beter

goed bewust van. Spreiding – 20 tot 25 verschillende aandelen volstaat – helpt het zogeheten individuele aandelen-risico sterk te reduceren.

Laten we als voorbeeld eens uitgaan van een aandelenportefeuille die bestaat uit slechts vijf aandelen (meer spreiding is uiteraard gewenst!).

Deze vijf aandelen hebben na een jaar als volgt gerendeerd:

Aandeel 1 +20%
 Aandeel 2 +70%
 Aandeel 3 -10%
 Aandeel 4 -90%
 Aandeel 5 +80%

Zou een belegger aan het begin van het jaar zijn of haar portefeuille in vijf gelijke parten hebben verdeeld dan zou deze aan het einde van het jaar 14% zijn gegroeid [$(20 + 70 - 10 - 90 + 80) / 5 = 14$]. Een portefeuille die aanvankelijk een waarde had van EUR 100.000,- zou in dit voorbeeld een winst hebben opgeleverd van EUR 14.000,- ondanks een wel heel slechte belegging die een verlies van 90% opleverde.

Stel nu een andere belegger voor die geen spreiding aanhoudt en achtereenvolgens in bovengenoemde aandelen had belegd waarmee hij of zij achtereenvolgens bovengenoemde rendementen behaalde. Oftewel $1,2 * 1,7 * 0,9 * 0,1 * 1,8 = 0,33$. In dit geval bedraagt het rendement kortom minus 67% oftewel een verlies van maar liefst EUR 67.000,- op een portefeuille die met EUR 100.000,- gestart zou zijn.

Bovenstaand voorbeeld maakt het grote belang van spreiding duidelijk. Niet ieder aandeel dat bij ValueSelections ter sprake komt zal uiteindelijk een succes worden. Maar door spreiding kunnen beleggers de nadelige gevolgen daarvan wel sterk beperken. Onderschat kortom het belang van spreiding niet!

Dikwijls wijzen we op het belang van spreiding én een voldoende lange beleggingshorizon (liefst vijf jaar of meer). Ook wat dit laatste betreft is goed bezien sprake van spreiding tussen eenheden tijd van bijvoorbeeld een jaar. Aandelenmarkten (en aandelenportefeuilles) kunnen van jaar tot jaar sterk fluctueren maar leveren in een gemiddeld jaar een positief rendement op, en value-aandelen renderen in een gemiddeld jaar zelfs nog wat extra. Door voldoende spreiding in tijdseenheden – oftewel het hebben van een voldoende lange beleggingshorizon – komt het daadwerkelijke rendement steeds dichterbij de buurt van het verwachte rendement te liggen. Dit ondanks zo nu en dan een periode waarin aandelen fors dalen of value-aandelen een tijdlang uit de gratie zijn.

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.

Groupe Crit [oktober 2016]

Groupe Crit rapporteerde onlangs een kwartaalomzet van EUR 565 miljoen en houdt vast aan de jaarprognose van een omzet van ten minste EUR 2 miljard dit jaar.

“Groupe Crit Q3 revenue up at 565.0 million euros”

<http://www.reuters.com/finance/stocks/CITT.PA/key-developments/article/3460531>

Ashtead Group [september 2016]

Omzet Ashtead Group in het Verenigd Koninkrijk stijgt met 13% afgelopen kwartaal.

“What do Ashtead Group plc's results reveal about the post-Brexit construction industry?”

<http://money.aol.co.uk/2016/09/29/what-do-ashtead-group-plcs-results-reveal-about-the-postbrexit-construction-industry/>

Deere & Company [augustus 2016]

John Deere streeft er naar landbouwvoertuigen slimmer te maken door inzet van technologie.

“Deere & Co. wants to make tractors smarter using technology”

<http://www.startribune.com/deere-amp-co-wants-to-make-tractors-smarter-using-technology/394999541/>

Nestlé [augustus 2016]

Nestlé heeft de omzetverwachting voor dit jaar wat verlaagd.

“Nestle Forecasts Slowest Sales Growth in Decade as Pricing Ebbs”

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-20/nestle-cuts-sales-forecast-as-emerging-market-growth-slows>

Burberry Group [juni 2016]

Volgens geruchten zou luxemerken Coach werken aan een overname van Burberry.

“Burberry shares rise on reports Coach is lining up a bid”

<http://www.proactiveinvestors.co.uk/companies/news/167783/burberry-shares-rise-on-reports-coach-is-lining-up-a-bid-167783.html>

L Brands [juni 2016]

Identieke winkelverkoop L Brands stegen afgelopen september met 3%.

"L Brands Comparable Sales Rise in September"

<http://www.wsj.com/articles/l-brands-comparable-sales-rise-in-september-1475755577>

Randstad Holding [mei 2016]

Europese Commissie keurt overname Monster Worldwide door Randstad Holding goed.

"Randstad Receives European Commission Approval For Acquisition Of Monster Worldwide"

<http://sports.yahoo.com/news/randstad-receives-european-commission-approval-170500785.html>

Kwartaalwinst Randstad stijgt met 9%.

"Randstad adjusted earnings up 9%, beating views"

<http://www.marketwatch.com/story/randstad-adjusted-earnings-up-9-beating-views-2016-10-25>

Stanley Black & Decker [mei 2016]

Stanley Black & Decker maakte afgelopen maand een overname bekend ter waarde van US \$ 1,95 miljard.

"Stanley Black & Decker to Buy Newell Tools for \$1.95 Billion"

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-12/stanley-black-decker-to-buy-newell-tool-unit-for-1-95-billion>

General Dynamics Corporation [mei 2016]

Kwartaalwinst General Dynamics valt hoger dan verwacht uit maar omzet valt tegen.

"General Dynamics (GD) Tops Q3 Earnings; Misses Revenues"

<http://www.nasdaq.com/article/general-dynamics-gd-tops-q3-earnings-misses-revenues-cm698454>

Sports Direct International [maart 2016]

Sports Direct International heeft de winstverwachting voor dit jaar neerwaarts bijgesteld.

“Sports Direct Lowers Earnings Guidance”

<https://sgbonline.com/sports-direct-lowers-earnings-guidance/>

Berkshire Hathaway [februari 2016]

Wordt Berkshire Hathaway op de beurs US \$ 100 miljard te laag gewaardeerd?

“The \$100 Billion Conglomerate Discount In Berkshire”

<http://seekingalpha.com/article/4011880-100-billion-conglomerate-discount-berkshire>

Monsanto [november 2015]

Monsanto is met drie andere bedrijven in gesprek geweest alvorens in te stemmen met een overname door Bayer.

“Monsanto Talked to Three Other Companies Before Bayer Deal”

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-19/monsanto-talked-to-three-other-companies-before-bayer-deal>

Yum! Brands [november 2015]

Yum! Brands wil de komende jaren een bedrag van US \$ 13,5 miljard besteden aan dividenduitkeringen en inkoop van eigen aandelen.

“Yum Brands to return \$13.5 billion to shareowners by 2019”

<http://www.reuters.com/article/us-yumbrands-strategy-idUSKCN12B1FH>

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 ValuePortfolio 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.beterinbeleggen.nl/binck> kunt u kosteloos een rekening openen en krijgt u binnen één tot twee werkdagen de Binck-informatiemap bij u thuis bezorgd.

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.beterinbeleggen.nl>.