

VALUESELECTIONS.NET

Drie kansrijke Warren Buffett aandelen

Geselecteerd met behulp van een uitgebreid rekenmodel

INHOUD

Drie kansrijke aandelselecties.....	3
Deutsche Post AG (DPW)	4
Ferrari (RACE).....	8
Salvatore Ferragamo (SFER).....	12
Onze Top 5 en Nederlandse Top 3	16
Ontwikkelingen eerdere selecties.....	17

Drie kansrijke aandeleselecties

27 april 2017

Beste belegger,

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

De eerste selectie deze maand is het Duitse postbedrijf Deutsche Post. Interessant is hier vooral dat Deutsche Post uitstekend gepositioneerd is om van de groeiende e-commerce verkopen te profiteren. Beleggers waarderen Deutsche Post alsof het bedrijf nog vrijwel uitsluitend actief is in de krimpende postmarkt terwijl het verschepen van pakketjes nu al goed is voor bijna de helft van de omzet...

De tweede selectie is de Italiaanse sportwagenfabrikant Ferrari. Dit bedrijf verdient stevig aan iedere verkochte auto. Voorlopig kan de productie bij Ferrari worden opgeschroefd zonder dat daarvoor een nieuwe productielocatie nodig is. Hieruit maken wij op dat de winst bij Ferrari fors zal kunnen toenemen waarmee dit aandeel aantrekkelijker gewaardeerd is dan in eerste instantie het geval lijkt.

De derde selectie betreft eveneens een Italiaanse onderneming: Salvatore Ferragamo. Dit luxebedrijf verdient vooral heel goed aan de verkoop van dure schoenen en lederwaren zoals handtassen. Het management stelt de komende tijd te willen focussen op het verbeteren van de nu reeds uitstekende winstgevendheid en op de omzet en de winst bij de al bestaande boetieken. Wij kunnen ons in dit voornemen prima vinden want Salvatore Ferragamo is wereldwijd op de belangrijkste locaties voor luxeproducten al goed vertegenwoordigd.

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

DEUTSCHE POST AG (DPW)

Koers: EUR 32,49

EBIT: EUR 3,1 miljard

Beurswaarde: EUR 40,3 miljard

Enterprise value: EUR 41,6 miljard

Beurs: Frankfurt

Earnings Yield: 7,5%

Koers/winstverhouding (KW): 15,9

Dividend: 3,2%

Intrinsieke waarde: EUR 48,-

Koerspotentieel: 43%

Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 32,95 / 23,50

Kopen tot: EUR 35,-

ISIN code: DE0005552004

Sector: logistieke dienstverlener

Website: <https://www.deutschepost.de>

Analysedatum: 27 april 2017



FIGUUR 1 HET KOERSVERLOOP VAN DEUTSCHE POST AG OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

BEDRIJFSMODEL

Deutsche Post AG (Deutsche Post) is een wereldspeler in logistiek. De volumes op de Duitse postmarkt krimpen maar daar tegenover staat dat dit bedrijf wel erg goed gepositioneerd is om te profiteren van verder toenemende e-commerce verkopen. Bovendien zet het bedrijf stevig in op opkomende markten.

Deutsche Post is in vier divisies van ongeveer dezelfde grootte onderverdeeld: PeP (Post-e-commerce-Pakketten; omzet EUR 16,8 miljard), Express (koeriersdiensten; omzet EUR 14 miljard), Freight Forwarding (Expeditie; omzet EUR 13,7 miljard) en Supply Chain (integraal ketenbeheer; omzet EUR 14 miljard).

Ondanks de evenwichtige omzetverdeling tussen de divisies geldt dat voor de winst vooral PeP en (DHL) Express van belang zijn want deze beide divisies samen zijn goed voor 85% van de winst. Tot 2020 verwacht Deutsche Post dat het operationele resultaat van de PeP-divisie zo'n 3% per jaar zal stijgen wat de uitkomst is van een krimpende postmarkt en een sterk groeiende markt voor e-commerce en pakketten.

Voor de Express-divisie houdt het management van Deutsche Post rekening met een jaarlijkse groei van het bedrijfsresultaat van tegen de 10% tot het jaar 2020.

Organisatieadviesbureau McKinsey stelt dat het aantal verzonden pakketjes in landen als Duitsland en de Verenigde Staten over tien jaar verdubbeld is met dank aan toenemende verkopen online. Daarmee lijken de vooruitzichten voor dit postbedrijf waarvan de oorsprong ruim 500 jaar terug gaat gunstiger dan menig belegger zich op dit moment lijkt te realiseren.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: ****)

De competitieve positie van Deutsche Post is goed vanwege onder meer netwerkeffecten en schaalvoordelen. Naar omzet gemeten is het bedrijf zelfs de grootste logistieke dienstverlener ter wereld. Het bedrijf heeft de ambitie wereldwijd marktleider te worden op het gebied van logistieke diensten voor de e-commerce sector. In Duitsland heeft Deutsche Post al duidelijk een marktleidende positie en wat Europa betreft zet het bedrijf vooral in op organische groei zonder daarbij overigens kleine overnames uit te sluiten.

Deutsche Post concurreert onder meer met UPS en FedEx. Dit laatste bedrijf heeft vorig jaar de overname van TNT Express afgerond waarmee het op één na grootste koeriersbedrijf van Europa is ontstaan, na Deutsche Post welteverstaan.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

De beurswaarde van Deutsche Post bedraagt EUR 41,6 miljard. De omzet kwam afgelopen jaar uit op EUR 57,8 miljard waarover het bedrijf een winst behaalde van EUR 2,6 miljard (nettomarge: 4,9%). Deutsche Post is een weinig kapitaalintensief bedrijf wat de goede winstgevendheid verklaart: afgelopen jaar bedroeg het rendement op het eigen vermogen 23,9%.

Met zo'n 500.000 medewerkers is Deutsche Post de grootste private werkgever in Duitsland. De schuld is met EUR 6 miljard weliswaar hoger dan de cashreserve (EUR 3,4 miljard) maar vormt wat ons betreft geen punt van zorg.

Hoewel de postmarkt krimpt – hogere postzegelprijzen verzachten de pijn nog enigszins – geldt dat de markt voor pakketverzendingen aanhoudend groeit. Waar post en pakketjes in 2010 goed waren voor respectievelijk 80% en 20% van de omzet ging het in 2016 al om respectievelijk 58% en 42%.

Analisten houden gemiddeld rekening met een stijging van de winst de komende vijf jaar met zo'n 5% per jaar. Deze winstgroei lijkt zelfs wat conservatief geschat want komen de plannen geformuleerd onder 'Strategy 2020' uit (zie verder onder 'Kansen en bedreigingen') dan lijkt een jaarlijkse winstgroei van bijna 10% een meer reële verwachting.

De intrinsieke waarde van Deutsche Post veronderstellen wij 40% boven het actuele koersniveau waarmee de waardering dan meer in lijn van het marktgemiddelde zou zijn. Voor een groeiend en bovengemiddeld winstgevend bedrijf met een

aandeelhoudersvriendelijk management beoordelen wij de bestaande waarderingsdiscount als niet terecht.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

De meest voor de hand liggende kans vormt het verder uitbouwen van de al sterke positie van Deutsche Post op de markt van pakketbezorgingen. Groei moet komen uit het volledige benutten van de mogelijkheden van e-commerce en het opbouwen van marktaandeel in opkomende markten als China, India, Brazilië en Zuid-Oost Azië.

Deutsche Post wil zijn dominante positie op het gebied van e-commerce in Duitsland als het ware exporteren naar het aantrekkelijke, omliggende buitenland. Daarnaast moet in grote markten een top-3 positie worden opgebouwd op het gebied van Business-to-consumer en in e-commerce. Deze focus op e-commerce en het verkrijgen van aantrekkelijke posities in opkomende markten vormt de kern van wat Deutsche Post 'Strategy 2020' noemt. Opkomende markten zouden in het jaar 2020 goed moeten zijn voor 30% van de omzet van het postbedrijf.

Begin 2016 nam Deutsche Post een belang in de Franse pakjesbezorger Relais Colis en later dat jaar volgde de overname van UK Mail in het Verenigd Koninkrijk. Met deze overnames wil Deutsche Post een goede positie krijgen op de grootste (Groot-Brittannië) en de derde (Frankrijk) e-commerce markt in Europa.

Een aspect dat we niet onvermeld willen laten heeft te maken met het voornemen van Deutsche Post om in 2050 volledig duurzaam te zijn wat inhoudt dat het bedrijf dan per saldo geen CO2 meer uitstoot. Om dit te bereiken heeft Deutsche Post gezocht naar betaalbare, elektrische bestelbusjes maar daarvoor kon het bedrijf niet terecht bij de traditionele autofabrikanten want die zetten vooralsnog liever in op mooi vormgegeven, dure modellen.

Deutsche Post ontwikkelde dan maar zelf een elektrisch bestelbusje zonder fratsen – Streetscooter geheten – en opmerkelijk genoeg is het Duitse postbedrijf traditionele autofabrikanten zoals Volkswagen en Daimler daarmee voor geweest. Eveneens opvallend is dat Deutsche Post verdient aan de Streetscooters terwijl bedrijven als Tesla (en General Motors) op gebied van elektrische voertuigen nog altijd verliesgevend zijn, ondanks subsidies. Alleen al vanwege de vraag vanuit Deutsche Post zelf wil het bedrijf de productiecapaciteit voor Streetscooters eind dit jaar tot 20.000 stuks hebben opgevoerd. Ongeveer de helft van de productie dit jaar is voor externe kopers binnen en buiten Europa bedoeld waarbij onder meer te denken valt aan gemeenten en bedrijven met een grote vloot aan eigen transportmiddelen.

Wat bedreigingen betreft valt vooral te denken aan tegenvallende postvolumes op de Duitse thuismarkt. Hier houdt het bedrijf rekening met een daling van een paar procent per jaar terwijl PostNL in Nederland gewend is aan volumedalingen van meer dan 10% per jaar. Aandachtspunt ook vormen stijgende loonkosten terwijl de postzegelprijzen in 2017 en 2018 niet opnieuw verhoogd mogen worden.

MANAGEMENT

Over het management van Deutsche Post, aangevoerd door bestuursvoorzitter Frank Appel (1961; totale vergoeding afgelopen jaar EUR 6,4 miljoen) zijn wij tevreden. Nadrukkelijk wordt gekeken naar mogelijkheden tot kostenbesparing en aandacht gaat ook uit naar het creëren van aandeelhouderswaarde. Het afgelopen jaar geïnitieerde inkoopprogramma van eigen aandelen ter grootte van EUR 1 miljard vormt hiervan een voorbeeld.

Dhr. Appel vervult de functie van bestuursvoorzitter sinds 2008 en zijn contract loopt nog tot 2022. Sinds hij bij Deutsche Post de leiding heeft is de winstgevendheid verbeterd en is afgerekend met de waarde vernietigende acquisities uit voorgaande jaren. Het onderdeel Deutsche Postbank werd bijvoorbeeld verkocht aan Deutsche Bank. Dhr. Appel promoveerde op het gebied van neurobiologie (in 1993), werkte vervolgens enige jaren voor organisatieadviesbureau McKinsey en is sinds het jaar 2000 in uiteenlopende managementfuncties werkzaam voor Deutsche Post.

FERRARI (RACE)

Koers: EUR 69,40	EBIT: EUR 641 miljoen
Beurswaarde: EUR 14,4 miljard	Enterprise value: EUR 15,1 miljard
Beurs: Milaan	Earnings Yield: 4,3%
Koers/winstverhouding (KW): 30,1	Dividend: 1%
Intrinsieke waarde: EUR 125,-	Koerspotentieel: 80%
Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 70,30 / 33,01	Kopen tot: EUR 90,-
ISIN code: NL0011585146	Sector: autofabrikant
Website: https://www.ferrari.com	Analysedatum: 27 april 2017



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

BEDRIJFSMODEL

De legendarische sportwagenfabrikant Ferrari staat zowel aan de beurs van Milaan als New York genoteerd en heeft als koerssymbool 'RACE'. Ferrari houdt zich bezig met het ontwerpen, ontwikkelen, produceren en verkopen van zeer exclusieve sportauto's en is gevestigd in Maranello in Noord-Italië.

Een Ferrari wordt gekocht vanwege de exclusiviteit, innovativiteit, het Italiaanse design en prestige. Ferrari is in 2015 van autoconcern Fiat Chrysler afgesplitst en heeft sindsdien een eigen beursnotering.

Het aantal superrijken wereldwijd is de afgelopen decennia duidelijk sterker toegenomen dan het aantal Ferrari's dat op jaarbasis wordt verkocht. Ferrari zou het aantal verkochte auto's op jaarbasis moeten kunnen opschroeven zonder daarmee al te zeer afbreuk aan het exclusieve merk te doen.

Combineer bovenstaande met de wetenschap dat Ferrari de productie kan opvoeren zonder dat daarbij vooralsnog een nieuwe productielocatie nodig is of zelfs maar

extra medewerkers. Opschroeven van de productie is dan ook exact wat Ferrari's bestuursvoorzitter van plan is en volgens ons kan het dan niet anders dat de winst flink stijgt. Ondanks de waardering die in eerste instantie stevig lijkt – de koers/winst-verhouding bedraagt circa 30 – bestaat bij ons de indruk dat beleggers te weinig rekening houden met de winstsprong die Ferrari te wachten staat.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: ****)

De competitieve positie van Ferrari is goed en het wereldwijd bekende exclusieve merk vormt daarvan het belangrijkste aspect. Circa 60% van de verkopen komen voor rekening van reeds bestaande en dus loyale klanten.

De wereldwijde vraag naar Ferrari's is dermate groot vergeleken met het aantal Ferrari's dat jaarlijks op de markt wordt gebracht dat vrijwel sprake is van inelastische prijzen: wanneer het bedrijf de prijzen verhoogt heeft dit nauwelijks impact op de vraag en verkoopaantallen.

Wie een Ferrari koopt moet rekening houden met een flinke wachtlijst van vaak meer dan een jaar. En om een speciale editie te mogen kopen (zoals de LaFerrari Aperta die zo'n EUR 2 miljoen kost) is het simpelweg betalen van dat bedrag niet eens voldoende. Om zo'n speciale editie te mogen kopen wordt een klant door Ferrari beoordeeld en moet sowieso al sprake zijn van een bestaande klantrelatie.

Ferrari concurreert met andere automerken in het absolute topsegment van de markt zoals Aston Martin, Lamborghini en Maserati. Waar zoals aangegeven Ferrari in 2015 van Fiat Chrysler verzelfstandigd werd behoort Maserati nog altijd aan deze multinational toe. Dat beide bedrijven eerder onder hetzelfde moederbedrijf vielen verklaart dat het Ferrari is die motoren levert aan Maserati.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

Ferrari telt ruim 3.000 medewerkers en heeft een actuele beurswaarde van EUR 14,4 miljard. Aan cash is EUR 464 miljoen beschikbaar terwijl de schuld EUR 1,9 miljard bedraagt (opmerking: dit is inclusief leningen verstrekt door Ferrari Financial Services aan dealers en consumenten; hiervoor gecorrigeerd komt de zogeheten 'net industrial debt' uit op EUR 653 miljoen).

Afgelopen jaar realiseerde Ferrari over een omzet van EUR 3,1 miljard een winst van EUR 399 miljoen. Kort door de bocht kan gesteld worden dat de 8.014 auto's die afgelopen jaar werden verkocht het bedrijf gemiddeld een nettowinst van circa EUR 50.000,- per auto hebben opgeleverd. In werkelijkheid zal de gemiddelde nettowinst per verkochte auto ongeveer een derde lager zijn geweest oftewel zo'n EUR 35.000,-. Dit omdat de verkoop van motoren (aan Maserati en Formule 1-teams) en merchandise samen goed zijn voor ongeveer een derde van de omzet.

Wij zijn optimistisch gestemd over de operationele marge bij Ferrari: deze marge bedraagt nu circa 20% maar een niveau tussen de 40% en 60% zou ons inziens op termijn haalbaar moeten zijn. Cruciaal hierbij te beseffen is dat Ferrari in staat is de

productie zonder noemenswaardige kosten op te voeren terwijl de operationele marge van additionele auto's die het bedrijf verkoopt ongeveer 75% bedraagt. Opschroeven van de productie vertaalt zich kortom al snel in een stijgende marge.

Uitgaande van een operationele marge van 35% in 2018 en 9.000 verkochte Ferrari's dat jaar komen we tot een geschatte operationele (EBIT-)winst van ongeveer EUR 1,4 miljard terwijl de huidige Enterprise Value (beurswaarde plus schuld minus cash) slechts ongeveer het tienvoudige daarvan bedraagt. Voor luxemerken als Hermès, Richemont en Prada waar Ferrari in zekere zin wel mee te vergelijken is betalen beleggers ruim dubbel zoveel. Een waardering in het midden van de actuele waardering van Ferrari en die van de genoemde luxemerken impliceert voor Ferrari een koers van EUR 125,- per aandeel. Dat is 80% meer dan het huidige koersniveau.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

De groep personen met een vermogen van ten minste EUR 1 miljoen – zogeheten High Net Worth Individuals (HNWI's) – is zowel in aantal als in vermogen de afgelopen drie decennia met circa 8,5% per jaar gegroeid. Het aantal verkochte Ferrari's is in dezelfde periode slechts 2,5% per jaar opgevoerd. Hoewel dit verschil in eerste instantie vrij klein lijkt geldt vanwege de effecten van exponentiële groei dat het aantal HNWI's (en hun vermogen) in drie decennia bijna vertienvoudig is terwijl het aantal verkochte Ferrari's slechts verdubbeld is. Deze mismatch verklaart dat voor sommige modellen van Ferrari een wachtlijst van drie jaar bestaat en dat voor tweedehands exemplaren soms hogere prijzen betaald worden dan voor een nieuwe Ferrari, waar lang op gewacht zou moeten worden.

Automerk Porsche heeft het aantal verkochte auto's de afgelopen twintig jaar verzevenvoudigd, een toename van zo'n 10% per jaar. Desondanks was Porsche in staat de gemiddelde verkoopprijs zelfs nog wat sterker op te schroeven dan het gemiddelde van de automarkt. Voor Ferrari menen wij dat iets soortgelijks mogelijk zou moeten zijn.

Veel bedreigingen voor Ferrari zien wij niet. Cruciaal is dat het merkt intact blijft waarmee een scheidslijn bewandeld moet worden tussen enerzijds niet al te grote aantallen produceren en anderzijds evenmin te weinig want daarmee doet het bedrijf zichzelf tekort. Een illustratief voorbeeld hiervan vormt een klant die zijn geleverde LaFerrari Aperta gelijk verkocht en met die verkoop meteen een miljoen euro winst maakte.

Alles wat de exclusiviteit van het merk in gevaar kan brengen geldt als een mogelijke bedreiging. Dat geldt bijvoorbeeld ook voor het eventueel lang uitblijven van Formule 1-successen van Ferrari met coureur Sebastian Vettel. Bestuursvoorzitter Marchionne stelt nadrukkelijk op succes van het Formule 1-team te willen inzetten en daarin kunnen wij ons goed vinden. Dit vanwege de exposure die dit oplevert en uiteraard kan de opgedane technische kennis worden toegepast bij de productie van reguliere Ferrari's.

De bedragen die Ferrari aan het Formule 1-team besteedt zijn fors en goed bezien is dat positief. Want voert Ferrari de verkopen verder op dan geldt dit slechts in

beperkte mate voor de kosten aangezien de kosten van Ferrari die verband houden met de Formule 1 nauwelijks samenhangen met het aantal verkochte auto's.

Het merk is dermate exclusief dat ook stevig verdiend wordt aan de verkoop van allerlei merchandise waarbij te denken valt aan petjes, shirts en eigenlijk alles met een Ferrari-logo erop. Net als met het aantal verkochte Ferrari's geldt dat ook wat merchandise betreft de scheidslijn gevonden moet worden tussen extra opbrengsten en mogelijke afbreuk aan het merk. Zo'n afweging tussen extra opbrengsten en mogelijk merkafbreukrisico heeft het management ook moeten maken bij het instemmen met Ferrari-pretparken in onder meer Barcelona (FerrariLand) en Abu Dhabi (FerrariWorld) en binnen afzienbare tijd eveneens in China.

MANAGEMENT

Over het management van Ferrari, sinds afgelopen jaar aangevoerd door Sergio Marchionne (64; totale jaarvergoeding EUR 2,7 miljoen), zijn we te spreken. Sergio Marchionne, ook de bestuursvoorzitter van Fiat Chrysler, kreeg enige tijd geleden een verschil van mening over de te voeren strategie met Luca Cordero di Montezemolo die sinds 1991 leiding gaf aan het bedrijf.

Montezemolo wilde de exclusiviteit van het merk bewaken door jaarlijks niet meer dan 7.000 auto's te verkopen. Marchionne wil de productie juist opschroeven zonder uiteraard het merk om zeep te helpen. Dit jaar verwacht Ferrari circa 8.400 auto's te verkopen (tegen 8.014 in 2016) en voor 2019 wordt rekening gehouden met een aantal van 9.000. In 2014 stelde Marchionne al eens dat hij dacht dat Ferrari 10.000 auto's per jaar kan opleveren zonder dat de exclusiviteit van het merk in gevaar komt. Wij hebben vertrouwen in de meer op aandeelhouderswaarde gerichte weg die Marchionne is ingeslagen.

SALVATORE FERRAGAMO (SFER)

Koers: EUR 28,92	EBIT: EUR 261 miljoen
Beurswaarde: EUR 4,9 miljard	Enterprise value: EUR 4,8 miljard
Beurs: Milaan	Earnings Yield: 5,5%
Koers/winstverhouding (KW): 24,2	Dividend: 1,6%
Intrinsieke waarde: EUR 38,-	Koerspotentieel: 31%
Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 29,06 / 17,26	Kopen tot: EUR 30,-
ISIN code: IT0004712375	Sector: mode / luxe
Website: http://www.ferragamo.com	Analysedatum: 27 april 2017



FIGUUR 3 HET KOERSVERLOOP VAN SALVATORE FERRAGAMO OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

BEDRIJFSMODEL

Salvatore Ferragamo is een Italiaans luxemodemerken actief in het topsegment van de markt (voor de liefhebbers: ook in Amsterdam is een boetiek te vinden). Europa en Noord-Amerika zijn beide goed voor een kwart van de omzet terwijl Azië, waar ruim een derde van de omzet vandaan komt, de belangrijkste afzetmarkt vormt.

Vrouwen zijn bij Salvatore Ferragamo goed voor 60% van de omzet, mannen voor 40%. Het bedrijf ontwerpt, produceert (uitsluitend in Italië!) en verkoopt schoeisel, lederwaren, parfums en accessoires. Een extra bron van inkomsten vormen licentiegelden die het bedrijf krijgt voor de horloges en brillen die onder de merknaam Salvatore Ferragamo op de markt worden gebracht.

Schoeisel en lederwaren – vooral de verkoop van handtassen is lucratief – vormen de belangrijkste productcategorieën en zijn achtereenvolgens goed voor 43% en 37% van de omzet. De omzet realiseert het bedrijf voor tweederde in 683 boetieken (zo'n

400 ervan zijn in eigen beheer) in meer dan 100 landen en voor een derde middels groothandel aan met name luxe Amerikaanse warenhuizen.

Over dit in Florence, Italië gevestigde bedrijf zijn wij voorzichtig optimistisch gestemd. Van belang te beseffen is wel dat de merknaam eigenlijk het enige element is waar het hele bedrijf op leunt. Of een belegging in Salvatore Ferragamo op termijn winstgevend zal zijn is vrijwel volledig afhankelijk van de vraag of het merk in de ogen van de consument exclusief blijft.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: **)

De competitieve positie van Salvatore Ferragamo is naar ons oordeel vrij matig en wel vergelijkbaar met die van bedrijven als Michael Kors en Moncler (eerdere analyses zijn beschikbaar in het ValueSelections-archief). Consumenten betalen voor de schoenen en luxe designtassen van Ferragamo Ferragamo in sommige gevallen meer dan EUR 1.000,-.

Salvatore Ferragamo, in 1927 opgericht, heeft een rijke geschiedenis en staat bekend om innovatie, creativiteit en kwaliteit en produceert zelf zoals aangegeven uitsluitend in Italië. Uiteindelijk echter is het simpelweg de merknaam die een cruciale rol in het succes van de onderneming speelt. Overaanbod door het bedrijf zelf, concurrentie, wisselende consumentenvoorkeuren en namaakproducten kunnen afbreuk aan het merk doen en ervoor zorgen dat een modemerken zelf uit de mode raakt.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

Salvatore Ferragamo telt ruim 4.000 medewerkers. De beurswaarde bedraagt EUR 4,8 miljard en de balans is ijzersterk: schulden zijn er in het geheel niet maar er is wel een cashreserve van EUR 120 miljoen. Afgelopen jaar behaalde het bedrijf met een fraaie nettomarge van 13,8% (bruto: 67,1%) een winst van EUR 202 miljoen over een omzet van EUR 1,4 miljard.

Met een rendement op het eigen vermogen afgelopen jaar van 32% is Salvatore Ferragamo goed winstgevend ondanks identieke winkelverkoop die afgelopen jaar 4,4% daalden. In de eerste maanden van dit jaar laten de identieke winkelverkoop overigens wel weer een kleine stijging zien.

Consultancybureau Bain & Company ziet de markt voor luxeartikelen de komende jaren met 3% tot 4% per jaar groeien. Bestuursvoorzitter Poletto zet voor Salvatore Ferragamo in op een groei van het dubbele van de markt waarmee de omzetgrens van EUR 2 miljard rond het jaar 2020 zou moeten worden bereikt.

Vergeleken met andere luxemerken als Gucci, Hermès en Burberry geldt dat Salvatore Ferragamo een stuk lager gewaardeerd is. Uitgaande van een waardering meer in lijn met het sectorgemiddelde ramen wij voor Salvatore Ferragamo de intrinsieke waarde op EUR 38,- per aandeel.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Onder meer vanwege e-commerce staan de verkopen van warenhuizen in de Verenigde Staten onder druk terwijl juist deze warenhuizen goed zijn voor ongeveer een derde van de omzet en daarmee een belangrijk afzetkanaal voor Salvatore Ferragamo vormen. Om hieraan tegenwind te bieden zet het bedrijf zelf extra op e-commerce in. In de loop van dit jaar wordt een nieuwe website gelanceerd bedoeld voor de Noord-Amerikaanse markt.

De komende jaren opent het bedrijf naar verwachting jaarlijks 15 tot 20 nieuwe filialen wat op het bestaande aantal van 683 niet wezenlijk aan de groei zal bijdragen. De focus zal de komende tijd vooral uitgaan naar het opvoeren van de omzet en winst bij bestaande. Het management stelt voor het beoogde opschroeven van de winst overigens in eerste instantie niet zozeer te denken aan prijsverhogingen. Zelf menen wij dat hiertoe nog wel enige ruimte is zonder dat het bedrijf zichzelf uit de markt prijst aangezien de prijzen die Hermès in het absolute topsegment van de markt hanteert nog een stuk hoger liggen.

Winstgroei zal echter vooral moeten komen uit margeverbetering en een hogere omzet in de bestaande filialen. Hiertoe wil het bedrijf fraaie, innovatieve productvarianten op de markt brengen zoals ontworpen door drie nieuwe designers die het bedrijf recent aan zich heeft weten te verbinden: Paul Andrew (vrouwenschoeisel), Fulvio Rigoni (dameskleding) en Guillaume Meiland (herenkleding). Een vierde benoeming aangaande lederwaren lijkt ons waarschijnlijk. Bij de presentatie van de nieuwe najaar- & wintercollecties zal wellicht al duidelijk worden in hoeverre de ontwerpen van deze designers in de smaak zullen vallen.

In China houden consumenten de laatste tijd wat meer de hand op de knip. En in Europa is als gevolg van terroristische aanslagen sprake van fluctuerende toeristenaantallen terwijl Salvatore Ferragamo juist ook veel boetieken op luchthavens heeft. Hong Kong geldt al enige tijd als een zwak presterende markt terwijl de verkopen in Japan en de Verenigde Staten tegenwind ondervinden van sterke valuta. Vooral Chinese toeristen besteden daardoor minder in beide landen.

De wereldwijde markt voor luxeartikelen groeit de komende jaren naar verwachting minder snel dan tussen 2010 en 2015 het geval was. De uitdagende situatie waar veel luxebedrijven nu mee te maken hebben is voor een belangrijk deel aan henzelf te wijten: in de goede jaren zijn de prijzen door deze bedrijven stevig opgeschroefd en zijn bovendien in hoog tempo extra boetieken geopend en vooral wat dit laatste punt betreft geldt dat ook Salvatore Ferragamo de komende tijd een pas op de plaats moet zien te maken.

MANAGEMENT

Over het management van Salvatore Ferragamo zijn wij wel te spreken. De komende tijd wil men inzetten op het verbeteren van de marge 'met een paar honderd basispunten' (100 basispunten staan voor 1%), het op de markt brengen van nieuwe, innovatieve designproducten alsook verdere kostenbesparingen. Wat dit laatste betreft valt te denken aan huurheronderhandelingen in met name China wat het

modehuis naar verwachting een besparing zal opleveren van tegen de EUR 10 miljoen.

Salvatore Ferragamo is te zien als een beursgenoteerd familiebedrijf waarbij het familie-investeringsvehikel 58% van de aandelen bezit en individuele familieleden, waarvan een aantal voor het bedrijf werkzaam, nog eens 10%. Bestuursvoorzitter sinds 2016 is de 66-jarige Eraldo Poletto die al zijn hele carrière in de mode- en luxesector werkzaam is. Punt van aandacht is dat het management van Salvatore Ferragamo weliswaar heeft aangegeven de komende jaren te willen sturen op een hogere winst maar niet heeft aangegeven wat het bedrijf vervolgens van plan is met die winst te doen.

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>
22-12-2016	Apple*	AAPL	****	USD	144,42	181,00
29-1-2016	Berkshire Hathaway*	BRK.A	*****	USD	250,200	308.000
27-4-2017	Ferrari	RACE	****	EUR	69,40	125,00
24-2-2017	KONE Corporation	KNEBV	****	EUR	44,15	62,00
24-2-2017	MasterCard	MA	****	USD	116,10	162,00

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>
22-7-2016	Beter Bed Holding*	BBED	***	EUR	15,05	22,00
18-12-2015	PostNL*	PNL	**	EUR	4,53	5,50
24-9-2015	Koninklijke Vopak*	VPK	**	EUR	41,30	60,00

*) Onze eerdere schatting van de intrinsieke waarde is hier bijgesteld: Apple (van US \$ 168 naar US \$ 181), Berkshire Hathaway (van US \$ 267.000 naar US \$ 308.000), Beter Bed Holding (van EUR 24 naar EUR 22), PostNL (van EUR 5 naar EUR 5,50) en Koninklijke Vopak (van EUR 50 naar EUR 60).

Voor de volledigheid: met ons sterrenstelsel 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
31-3-2017	Alten	**	EUR	70,09	71,46	2,0%	72,29	3,1%	1,4%	71,5%	100,00
31-3-2017	Bayerische Motoren Werke	***	EUR	85,65	88,39	3,2%	88,40	3,2%	4,0%	59,7%	148,00
31-3-2017	Moody's Corporation	****	USD	111,58	118,25	6,0%	118,88	6,5%	1,3%	73,9%	160,00
24-2-2017	Kone Corporation	****	EUR	41,50	44,15	6,4%	44,78	7,9%	3,5%	71,2%	62,00
24-2-2017	MasterCard	****	USD	110,40	116,10	5,2%	116,48	5,5%	0,8%	72,6%	160,00
24-2-2017	WH Smith	**	GBX	1.666,40	1.775,00	6,5%	1.963,00	17,8%	2,5%	82,6%	2.150,00
26-1-2017	Anthem	***	USD	153,71	177,01	15,2%	177,05	15,2%	1,5%	86,3%	205,00
26-1-2017	Synergie SA	**	EUR	38,12	38,22	0,3%	41,70	9,4%	1,6%	63,7%	60,00
26-1-2017	VF Corporation	***	USD	52,26	56,23	7,6%	56,54	8,2%	3,0%	76,0%	74,00
22-12-2016	Apple	****	USD	116,41	144,42	24,1%	145,46	25,0%	1,6%	79,8%	181,00
22-12-2016	Dollar General Corporation	***	USD	75,90	72,28	-4,8%	79,09	4,2%	1,4%	66,9%	108,00
22-12-2016	Safran SA	***	EUR	67,91	76,44	12,6%	77,12	13,6%	2,0%	78,0%	98,00
24-11-2016	Dunelm Group	***	GBX	745,35	539,14	-27,7%	812,00	8,9%	4,4%	51,3%	1.050,00
24-11-2016	Restaurant Brands International	***	USD	46,76	55,09	17,8%	58,62	25,4%	1,3%	78,7%	70,00
24-11-2016	SAP	***	EUR	80,80	92,73	14,8%	94,11	16,5%	1,4%	63,1%	147,00
28-10-2016	Dr Pepper Snapple Group	***	USD	86,96	91,81	5,6%	99,47	14,4%	2,5%	74,0%	124,00
28-10-2016	Pandora A/S	**	DDK	891,00	732,50	-17,8%	930,00	4,4%	2,2%	50,5%	1.450,00
28-10-2016	Walt Disney Company	***	USD	94,02	114,94	22,3%	115,52	22,9%	1,4%	85,8%	134,00
30-9-2016	Deluxe Corporation	**	USD	65,95	71,58	8,5%	75,94	15,1%	1,7%	74,6%	96,00
30-9-2016	Groupe Crit	**	EUR	54,72	76,35	39,5%	79,19	44,7%	0,5%	74,9%	102,00
30-9-2016	Sodexo	***	EUR	104,65	114,75	9,7%	116,05	10,9%	2,1%	89,6%	128,00
26-8-2016	Ashtead Group	***	GBX	1.257,98	1.651,00	31,2%	1.764,00	40,2%	1,4%	75,0%	2.200,00
26-8-2016	Bravida Holding	**	SEK	57,75	63,10	9,3%	63,20	9,4%	2,0%	78,9%	80,00
26-8-2016	Howden Joinery Group	***	GBX	456,20	468,10	2,6%	472,90	3,7%	2,3%	66,9%	700,00
22-7-2016	Beter Bed Holding	***	EUR	19,90	15,03	-24,5%	22,90	15,1%	4,9%	68,3%	22,00
22-7-2016	Deere & Company	****	USD	82,22	113,41	37,9%	114,13	38,8%	2,1%	81,0%	140,00
22-7-2016	Nestlé	*****	CHF	77,90	77,40	-0,6%	80,05	2,8%	3,0%	93,3%	83,00
1-7-2016	Lotus Bakeries	***	EUR	1.681,05	2.337,00	39,0%	2.617,95	55,7%	0,4%	106,2%	2.200,00
1-7-2016	Moncler	**	EUR	13,99	22,44	60,4%	22,49	60,8%	0,8%	118,1%	19,00
1-7-2016	Signet Jewelers	**	USD	82,41	66,84	-18,9%	99,98	21,3%	1,9%	50,6%	132,00
26-5-2016	Admiral Group	***	GBX	1.943,63	2.010,00	3,4%	2.288,00	17,7%	2,5%	71,8%	2.800,00
26-5-2016	Burberry Group	***	GBX	1.081,83	1.594,00	47,3%	1.838,00	69,9%	2,3%	102,8%	1.550,00
26-5-2016	L Brands	****	USD	66,45	51,64	-22,3%	79,20	19,2%	4,7%	51,6%	100,00
21-4-2016	Euromoney Institutional Investor	**	GBX	900,00	1.109,00	23,2%	1.240,00	37,8%	2,2%	86,6%	1.280,00
21-4-2016	Randstad Holding	***	EUR	48,98	54,72	11,7%	58,41	19,3%	3,5%	94,3%	58,00
21-4-2016	Stanley Black & Decker	***	USD	108,22	136,04	25,7%	140,06	29,4%	1,7%	90,7%	150,00

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

Aandelen hebben een goede maand achter de rug. De AEX wist circa 2% te winnen en noteert sinds begin dit jaar op een fraaie winst van zo'n 8%. De overname-interesse in AEX-aandelen Akzo Nobel en Unilever en de door beleggers gunstig beoordeelde uitslag van de Franse presidentsverkiezingen verklaren de fraaie ontwikkeling van de AEX sinds begin dit jaar.

De Dow Jones en de S&P 500 stegen afgelopen maand eveneens 2% terwijl de technologiegraadmeter Nasdaq zo'n 3% steeg. Sinds begin dit jaar staan de Dow Jones en de S&P 500 circa 6% in de plus terwijl de winst van de Nasdaq met 12% daarvan al het dubbele bedraagt.

Zonder rekening te houden met valuta-effecten en dividenden (gemiddeld ongeveer 2% per jaar) geldt dat de ValueSelections-aandelen die we de voorbije 12 maanden selecteerden gemiddeld 10,6% in de plus staan. Belangrijk te beseffen: gemiddeld deden we deze selecties ongeveer een half jaar geleden.

De vijf slechtst presterende ValueSelections van de afgelopen 12 maanden:

<i>Dunelm Group:</i>	-27,7%
<i>Beter Bed Holding:</i>	-24,5%
<i>L Brands:</i>	-22,3%
<i>Signet Jewelers:</i>	-18,9%
<i>Pandora S/A:</i>	-17,8%

De vijf best presterende ValueSelections van de afgelopen 12 maanden:

<i>Deere & Company:</i>	+37,9%
<i>Lotus Bakeries:</i>	+39%
<i>Groupe Crit:</i>	+39,5%
<i>Burberry Group:</i>	+47,3%
<i>Moncler:</i>	+60,4%

Van de 36 ValueSelections-aandelen die we de voorbije 12 maanden selecteren staan er 7 in de min. De 29 andere ValueSelections-aandelen staan op winst.

Bij vijf selecties is het verlies meer dan 10%. Bij 15 selecties de winst juist meer dan 10%.

Bij één aandeel (Dunelm Group) is het verlies meer dan 25%. Bij zeven aandelen is de winst meer dan 25%.

Een van de lessen waar we nog eens nadrukkelijk op wijzen is het belang van spreiding. Wie gespreid in value-aandelen belegt zal op termijn zien dat zo'n portefeuille gestaag in waarde stijgt. Spreiding (bijvoorbeeld 20 tot 25 verschillende aandelen in portefeuille) is cruciaal want niet iedere selectie wordt uiteindelijk een succes.

Opvallend aan het bovenstaande overzicht met 'verliezers' is dat het uitsluitend om retailbedrijven gaat. In het bijzonder in de retailsector zijn competitieve voordelen maar moeilijk te verwerven en vervolgens te behouden. Aandelen van retailers lijken na een periode van voorspoed soms erg aantrekkelijk terwijl het dan soms zogeheten 'value traps' zijn. Dat zijn aandelen die ondergewaardeerd lijken (value-aandelen dus) maar dat in werkelijkheid niet zijn omdat de periode van hoge winstgevendheid slechts kortstondig blijkt. Voor onze eigen portefeuilles is voorgaande aanleiding in de toekomst wat terughoudender te zijn met het beleggen in retailbedrijven, hoe aantrekkelijk die in eerste instantie soms ook gewaardeerd lijken.

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.

Bayerische Motoren Werke [april 2017]

Operationele winst BMW stijgt in eerste kwartaal met 27%.

"BMW Profit Jumps 27% on Strong Sales and a Self-Driving Investment"

<http://www.foxbusiness.com/markets/2017/04/20/bmw-profit-jumps-27-on-strong-sales-and-self-driving-investment.html>

Kone Corporation [maart 2017]

Kone heeft een contract verworven voor het leveren van 153 liften in Saudi-Arabië.

"Kone lands big Saudi supply contract"

https://www.tradearabia.com/news/CONS_323926.html

WH Smith [maart 2017]

Halfjaarwinst WH Smith stijgt met 7%.

"WH Smith Plc H1 Pretax Profit Rises; Group Sales Up 2% - Quick Facts"

<http://www.rttnews.com/2762613/wh-smith-plc-h1-pretax-profit-rises-group-sales-up-2-quick-facts.aspx>

Anthem [februari 2017]

Kwartaalomzet en -winst Anthem vallen fors hoger uit dan verwacht, aandeel bereikt een nieuw record.

"Health insurer Anthem's profit breezes past estimates"

http://www.stltoday.com/business/local/health-insurer-anthem-s-profit-breezes-past-estimates/article_243fadd1-d06d-5119-aeac-de6eba6bce89.html

VF Corporation [februari 2017]

Bestuursvoorzitter VF Corporation mikt op China en grote overnames.

"New VF Corp. CEO Targets China And Big Acquisitions"

<https://www.forbes.com/sites/walterloeb/2017/04/03/vf-corps-new-ceo-under-time-pressure-while-facing-new-challenges/#25a00e2e4c09>

Apple [januari 2017]

Volgens de bekende belegger Bill Miller wordt Apple door beleggers nog altijd ten onrecht als een technologiebedrijf gezien.

“Bill Miller: what everyone's getting wrong on Apple”

<http://citywireselector.com/news/bill-miller-what-everyones-getting-wrong-on-apple/a1010795>

Dollar General Corporation [januari 2017]

Dollar General maakte onlangs de overname van All Dollar Express bekend zonder de overnameprijs bekend te maken.

“Dollar General Corp. (DG) to Buy All Dollar Express”

<http://investorplace.com/2017/04/dollar-general-corp-dg/#.WQCQ3sa4a70>

Restaurant Brands International [december 2016]

Omzet Restaurant Brands International neemt toe door een toename van het aantal restaurants.

“Restaurant Brands International Inc. Reports First Quarter 2017 Results”

<http://finance.yahoo.com/news/restaurant-brands-international-inc-reports-104000647.html>

SAP [december 2016]

Kwartaalwinst SAP valt tegen maar de omzet is hoger dan verwacht uitgekomen.

“SAP SE (SAP) Q1 Earnings Miss, Revenues Beat, View Intact”

<http://finance.yahoo.com/news/sap-se-sap-q1-earnings-190907496.html>

Dr Pepper Snapple Group [november 2016]

Kwartaalwinst Dr Pepper Snapple Group is hoger dan verwacht uitgevallen in tegenstelling tot de omzet.

“Dr. Pepper Snapple earnings beat estimates, but revenue falls short”

<http://www.marketwatch.com/story/dr-pepper-snapple-earnings-beat-estimates-but-revenue-falls-short-2017-04-26>

Pandora A/S [november 2016]

Analistenonderzoek wijst erop dat de identieke winkelverkoop bij Pandora wel eens kunnen tegenvallen.

"Pandora Plunges as Carnegie Survey Reveals 'Clear Red Flag'"

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-18/danish-jewelry-maker-pandora-sinks-as-carnegie-cuts-share-rating>

Sodexo [oktober 2016]

Geschoond voor eenmalige zaken stijgt de winst per aandeel bij Sodexo afgelopen halfjaar met 18,3%.

"Sodexo H1 Profit Down, Revenue Edges Up 0.4% - Quick Facts"

<http://www.rttnews.com/2762945/sodexo-h1-profit-down-revenue-edges-up-0-4-quick-facts.aspx>

Ashtead Group [september 2016]

Ashtead Group maakte recent een overname in de Verenigde Staten bekend voor een bedrag van US \$ 279 miljoen.

"Ashtead expands in the US with acquisition of Pride Equipment"

<http://www.proactiveinvestors.co.uk/companies/news/175808/ashtead-expands-in-the-us-with-acquisition-of-pride-equipment-175808.html>

Bravida Holding [september 2016]

Bravida Holdings maakte eerder deze maand de overname bekend van de Noorse sectorgenoot Oras.

"Bravida buys Norway's Oras for 122 mln SEK"

<http://www.reuters.com/finance/stocks/BRAV.ST/key-developments/article/3561045>

Nestlé [augustus 2016]

Omzet Nestlé valt hoger dan verwacht uit verklaard door prijsverhogingen.

"Nestle Sales Beat Analysts' Estimates on Uptick in Pricing"

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-20/nestle-first-quarter-sales-beat-estimates-on-europe-asia>

L Brands [juni 2016]

Analisten Citigroup somberder gestemd over L Brands: koersdoel verlaagd van US \$ 70 tot US \$ 49.

"L Brands stock tumbles to 4-year low after Citigroup downgrade on store-glut concerns"

<http://www.marketwatch.com/story/l-brands-stock-tumbles-to-4-year-low-after-citigroup-downgrade-on-store-glut-concerns-2017-04-04>

Randstad Holding [mei 2016]

Kwartaalwinst Randstad Holding stijgt met 13%.

"Dutch recruiter Randstad posts higher earnings"

<http://www.marketwatch.com/story/dutch-recruiter-randstad-posts-higher-earnings-2017-04-25>

Stanley Black & Decker [mei 2016]

Kwartaalwinst Stanley Black & Decker verdubbelt vergeleken met een jaar eerder.

"Stanley Black & Decker, Inc. Q1 Profit Climbs 108%"

<http://www.nasdaq.com/article/stanley-black--decker-inc-q1-profit-climbs-108-20170421-00171>

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>.