

VALUESELECTIONS.NET

# Drie kansrijke Warren Buffett aandelen

Geselecteerd met behulp van een uitgebreid rekenmodel

## INHOUD

Drie kansrijke aandelselecties .....	3
Fjord1 ASA (FJORD.OL) .....	4
NVR (NVR) .....	7
S&P Global (SPGI) .....	10
Onze Top 5 en Europese Top 3.....	14
Ontwikkelingen eerdere selecties .....	15

## Drie kansrijke aandelenselecties

28 juni 2019

Beste belegger,

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

Het eerste bedrijf dat deze maand ter sprake komt is het Noorse Fjord1, marktleider in Noorwegen op gebied van veerdiensten. Vanwege de vele fjorden in Noorwegen hebben automobilisten aldaar dikwijls de keuze óf om van de diensten van Fjord1 gebruik te maken óf om urenlang om te rijden (om vaak maar een paar kilometer verder te geraken). Zo bezien zijn de veerdiensten van Fjord1 wel te beschouwen als varende tolwegen...

De tweede selectie deze maand is de Amerikaanse huizenbouwer NVR. In onze analyse leggen we uit waarom dit bedrijf als een pure huizenbouwer te beschouwen is. Interessant alvast te weten: zelfs in de donkerste dagen van de Amerikaanse huizenmarktcrisis (kredietcrisis) was NVR gewoon winstgevend.

De derde en laatste selectie betreft een oude bekende: kredietbeoordelaar S&P Global. Onze eerdere analyse hebben we herzien en onze eerdere raming van de intrinsieke waarde is vrij stevig verhoogd. Dit laatste hangt vooral samen met het hanteren van een wat lagere discontovoet wat vanwege de stabiele inkomsten bij S&P Global wel te verdedigen is.

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!



Hendrik Oude Nijhuis

Founding partner

*Kingfisher Capital*

## FJORD1 ASA (FJORD.OL)

Koers: NOK 40,90	EBIT: NOK 725,8 miljoen
Beurswaarde: NOK 4,1 miljard	Enterprise value: NOK 7,2 miljard
Beurs: Oslo	Earnings Yield: 10,1%
Koers/winstverhouding (KW): 9,2	Dividend: 6,8%
Intrinsieke waarde: NOK 92,-	Koerspotentieel: 125%
Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 53,40 / 32,20	Kopen tot: NOK 65,-
ISIN code: NO0010792625	Sector: veermaatschappij
Website: <a href="https://www.fjord1.no">https://www.fjord1.no</a>	Analysedatum: 27 juni 2019



FIGUUR 1 HET KOERSVERLOOP VAN FJORD1 ASA OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

### BEDRIJFSMODEL

Warren Buffett heeft een duidelijke voorkeur voor het beleggen in bedrijven waarbij van een zogeheten ‘tolbrug’ sprake is en die producten of diensten aanbieden waar klanten eigenlijk niet zonder kunnen. Het Noorse Fjord1 ASA (Fjord1) is in onze ogen zo’n bedrijf waarbij in Buffett-termen sprake is van (varende) tolbruggen...

Fjord1 vervoert jaarlijks meer dan 21 miljoen passagiers en de activiteiten van dit bedrijf zijn onderverdeeld in vier segmenten: ferry’s, passagiersboten, catering en toerisme. Afgelopen kwartaal werd aan de drie laatstgenoemde segmenten per saldo niet verdiend maar dat hangt samen met het seizoenskarakter ervan. Maar ook wanneer bijvoorbeeld naar heel 2018 wordt gekeken wordt duidelijk dat de ferryactiviteiten van Fjord1 goed zijn voor ongeveer 95% van de winst.

Fjord1 is de grootste veermaatschappij van Noorwegen en het bedrijf streeft er naar de meest betrouwbare en milieuvriendelijke veermaatschappij in dat land te zijn. De elektrificatie van de Noorse fjorden (‘green shift’) waarbij veerboten worden

aangedreven op elektriciteit in plaats van op diesel vormt een belangrijke ontwikkeling voor Fjord1 de komende jaren.

### COMPETITIEVE POSITIE (RATING: \*\*\*)

Wij beoordelen de competitieve positie van Fjord1 als behoorlijk goed. Het bedrijf heeft ongeveer 50% marktaandeel in een markt die sterk geconcentreerd is, een zogeheten oligopolie. Vaarroutes worden per aanbesteding aangeboden en hebben meestal betrekking op een periode van meerdere jaren. Dergelijke langlopende contracten met de Noorse overheid garanderen Fjord1 voorspelbare inkomsten.

Tot de concurrenten van Fjord1 (49% marktaandeel) behoren Norled (27%), Torghatten (21%) en Boreal Transport (2%). Norled had de reputatie bij aanbestedingen zo scherp in te schrijven dat de kans groot was de aanbesteding te winnen om er vervolgens vrijwel onmogelijk nog aan te kunnen verdienen. Norled is onlangs door twee financiële partijen overgenomen die ongetwijfeld aan deze investering zullen willen verdienen. Zo bezien is de overname vanuit het perspectief van Fjord1 zo gek misschien nog niet omdat aan de niet-rendabele inschrijvingen waarschijnlijk een einde zal komen. Aan de andere kant heeft Fjord1 er wel een financieel sterkere concurrent bijgekregen.

### BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

De beurswaarde van Fjord1, waarvan de oorsprong terug te voeren is tot 1885, bedraagt NOK 4,1 miljard (circa EUR 410 miljoen; een euro is ongeveer 10 Noorse kronen waard). Aan cash is er NOK 156 miljoen aanwezig terwijl de schuld NOK 2,8 miljard bedraagt. Over deze ogenschijnlijk hoge schuld maken wij ons niet veel zorgen: vanwege de langlopende contracten met de Noorse staat is Fjord1 van aanzienlijke en goed voorspelbare inkomsten verzekerd. Deze bestaande contracten verzekeren Fjord1 van een vrije cashflow van ongeveer NOK 6 miljard tot het jaar 2030. Bovendien wordt de waarde van de 76 ferry's en passagiersboten van Fjord1 op meer dan NOK 4 miljard geraamd.

Hoewel de vrije cashflow dit jaar nog negatief zal zijn (hetgeen te maken heeft met de aanschaf van nieuwe boten en aanloopkosten gerelateerd aan nieuwe vaarroutes) zal deze vanaf 2020 positief uitvallen. Uitgaande van een scenario waarbij de volledige jaarlijkse vrije cashflow vanaf 2020 (circa NOK 6,50 per aandeel) als dividend wordt uitgekeerd is een koersdoel van NOK 92 te becijferen, uitgaande van een dividendrendement van 7%. Dat is ruim het dubbele van het huidige niveau.

### KANSEN EN BEDREIGINGEN

Fjord1 is een baken van stabiliteit door de meerjarige contracten met de Noorse staat welke het bedrijf tot 2033 zo'n NOK 22 miljard aan opbrengsten zal opleveren. Een kans vormt het winnen van aanbestedingen van nieuwe vaarroutes.

Gerelateerd aan de nieuwe aanbestedingen is Fjord1's 'green shift' (groene verschuiving). Waar veerboten eerder doorgaans op diesel werden aangedreven is dat tegenwoordig steeds vaker op elektriciteit. Fjord1 heeft fors geïnvesteerd in schone elektrische veerboten en loopt wat dit betreft voor op de concurrenten. Dit maakt dat Fjord1 goed gepositioneerd is verder marktaandeel te winnen (milieueisen vormen meestal onderdeel van de aanbestedingen).

Grote bedreigingen voor Fjord1 zien we niet. Een punt van aandacht is wel, zoals onder 'Competitieve positie' al aangestipt, dat concurrent Norled door twee financiële partijen is overgenomen waarmee deze concurrent kapitaalkrachtiger geworden is. Maar zoals we stelden hoeft dit voor Fjord1 niet eens zo negatief uit te pakken aangezien Norled de reputatie had niet-rendabele biedingen op vaarroutes te doen en onze verwachting is dat daar een einde aan zal komen. Opgemerkt is overigens dat veel van de bedrijven in de sector van oorsprong overheidsbedrijven zijn en zodoende niet altijd evenzeer op winst gefocust zijn.

## MANAGEMENT

Over het management van Fjord1 zijn we goed te spreken. Bestuursvoorzitter sinds begin 2017, en eveneens tussen 2014 en begin 2016, is de Noor Dagfinn Neteland. Hij heeft eerder in zijn carrière verschillende functies in de transport- en financiële sector vervuld. Zijn vergoeding kwam afgelopen jaar uit op NOK 5,9 miljoen. Via de holding Havila Holding is het de Noor Per Sævik die 51,5% van de aandelen van Fjord1 in handen heeft.

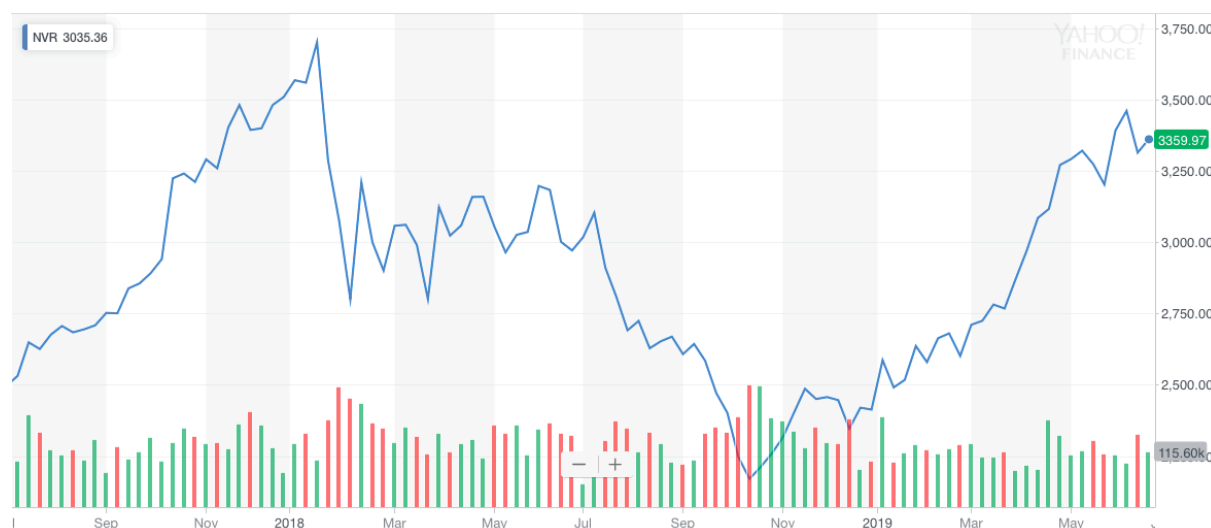
Toen Fjord1 in 2017 in Oslo beursgenoteerd werd kregen alle medewerkers de mogelijkheid geboden zelf aandeelhouder te worden. Doel daarvan was dat de medewerkers zouden meeprofiten van de onderliggende waardecreatie. Beoogd werd tevens om de loyaliteit van de medewerkers hiermee te vergroten met als mogelijk gevolg daarvan weer extra waardecreatie op termijn.

---

*BELANGRIJK: Gezien de beperkte handelsvolumes in aandelen Fjord1 ASA 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.*

## NVR (NVR)

Koers: US \$ 3.333,62	EBIT: US \$ 991,1 miljoen
Beurswaarde: US \$ 12 miljard	Enterprise value: US \$ 11,8 miljard
Beurs: NYSE	Earnings Yield: 8,4%
Koers/winstverhouding (KW): 16,4	Dividend: -
Intrinsieke waarde: US \$ 4.200,-	Koerspotentieel: 26%
Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 3.489,00 / 2040,71	Kopen tot: US \$ 3.500,--
ISIN code: US62944T1051	Sector: huizenbouwer
Website: <a href="https://www.nvrinc.com">https://www.nvrinc.com</a>	Analysedatum: 27 juni 2019



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

### BEDRIJFSMODEL

NVR is een grote Amerikaanse huizenbouwer. Het bedrijf richt zich primair op de bouw en de verkoop van woningen onder drie verschillende 'merken' (tussen aanhalingstekens omdat we menen dat de merknaam in dit geval niet zo'n grote factor speelt in de ogen van de koper): Ryan Homes, NV Homes en Heartland Homes. Deze verschillende merken richten zich op verschillende marktsegmenten. Ryan Homes bijvoorbeeld richt zich voornamelijk op starters op de woningmarkt terwijl Heartland Homes meer op het luxere marktsegment gericht is. Bovendien biedt NVR nog financiële diensten aan, met name hypotheek, bedoeld voor de kopers van de woningen.

Het bedrijf is eigenlijk als een heel pure huizenbouwer te zien: de onderneming doet zelf niet aan projectontwikkeling en de huizen worden pas gebouwd wanneer er een koper in zicht is. Vrijwel alle andere beursgenoteerde huizenbouwers gaan meer opportunistisch te werk in die zin dat zij zich ook als projectontwikkelaar

bezighouden en tevens alvast bouwen zonder dat er van een (voorlopig) koopcontract sprake is. Deze werkwijze is veel kapitaalintensiever én riskanter, een koper moet immers nog maar gevonden worden. Voorgaande verklaart waarom NVR als beursgenoteerde huizenbouwer in de Verenigde Staten zelfs tijdens de huizenmarktcrisis ieder jaar winstgevend was.

#### COMPETITIEVE POSITIE (RATING: \*\*)

De competitieve positie van NVR beoordelen wij als redelijk. Zoals gesteld: als enige beursgenoteerde huizenbouwer was NVR ten tijde van de kredietcrisis winstgevend terwijl veel andere huizenbouwers toen forse averij opliepen.

Ietswat gechargeerd gesteld komt het erop neer dat veel andere huizenbouwers in de Verenigde Staten zich tevens als projectontwikkelaar zien: deze bedrijven kopen stukken grond wat behoorlijk kapitaalintensief is om deze vervolgens bouwrijp te maken. Daarna worden er huizen gebouwd in de hoop deze uiteindelijk met winst te kunnen verkopen.

NVR daarentegen beschouwt zichzelf vooral als huizenbouwer: het bedrijf neemt met projectontwikkelaars contact op wanneer grond bouwrijp gemaakt is met het verzoek een optie op de bouwrijpe grond te mogen nemen (deze werkwijze is beduidend minder kapitaalintensief).

De winstgevendheid van NVR ligt structureel op een hoger niveau dan dat van concurrenten als D.R. Horton, Lennar en PultheGroup maar dit lijkt toch vooral samen te hangen met de afwijkende werkwijze van NVR en het management dat heel nadrukkelijk op aandeelhouderswaardecreatie is gericht. Maar goed beschouwd menen wij dat concurrenten de werkwijze van NVR grotendeels simpelweg kunnen kopiëren en dat verklaart dat we de competitieve positie van NVR met 'slechts' twee sterren beoordelen.

#### BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

De beurswaarde van NVR bedraagt US \$ 12 miljard en de omzet US \$ 7,4 miljard. Aan cash is US \$ 805,5 miljoen beschikbaar terwijl de schuld uitkomt op US \$ 684 miljoen. De balans van NVR is daarmee als erg sterk te beoordelen, zeker ook vergeleken met veel andere bedrijven in de sector.

Uitgaande van de verwachte winst dit jaar betalen beleggers circa 16 keer de winst voor aandelen NVR. Dat lijkt ons vrij bescheiden, temeer analisten rekening houden met een gemiddelde jaarlijkse winststijging van 16% voor de komende vijf jaar. Wij menen dat vanwege de gunstige vooruitzichten een koers/winst-verhouding van 20 in dit geval best redelijk is en dit impliceert een vermeende intrinsieke waarde van circa 25% boven het actuele koersniveau.



## KANSEN EN BEDREIGINGEN

Voor de Amerikaanse huizenbouwers lijken alle signalen momenteel op groen te staan en zijn de vooruitzichten bovendien gunstig. Zo is de werkloosheid er momenteel zeer laag, stijgen de lonen, is de rente er laag (en tevens lager dan bijvoorbeeld een jaar geleden) en geldt bovendien dat de prijs van hout - een belangrijke grondstof - fors gedaald is ten opzichte van vorig jaar.

Hoewel de Amerikaanse huizenmarkt zich in verschillende opzichten heeft hersteld van de huizenmarktcrisis geldt dat nieuwbouw, nodig vanwege vervangingsvraag en vanwege de groeiende bevolking, nog altijd zo'n 20% onder het gemiddelde van de afgelopen 60 jaar ligt. Haast onvermijdelijk lijkt dat de markt voor nieuwbouwwoningen in de Verenigde Staten zal groeien waarbij we zelf niet enkel uitgaan van een terugkeer naar het gemiddelde maar van een periode met bovengemiddeld veel nieuwbouw om het opgelopen tekort aan nieuwbouwwoningen gedurende de afgelopen tien jaar in te lopen.

Het belangrijkste aandachtspunt zien wij in de afhankelijkheid van de Amerikaanse huizenmarkt. Hoewel NVR zelf zoals gesteld helemaal niet zo'n kapitaalintensieve huizenbouwer is geldt wel degelijk dat het bedrijf te maken heeft met eindmarkten die behoorlijk volatiel kunnen zijn. Dit verklaart ook dat de omzet bij NVR tussen 2006 en 2009 met maar liefst 56% daalde. Duidelijke signalen voor een nieuwe huizenmarktcrisis in de Verenigde Staten zien wij momenteel overigens niet.

## MANAGEMENT

Over het management van NVR zijn we goed te spreken. Bestuursvoorzitter sinds 2005 is Paul Saville (1956) die al sinds 1981 voor het bedrijf werkzaam is. De twaalf jaar voorafgaand aan 2005 was dhr. Saville de financiële topman van het bedrijf. Insiders hebben meer dan 10% van de aandelen in handen wat maakt dat de belangen van hen in relatief hoge mate parallel lopen aan die van de andere aandeelhouders.

## S&P GLOBAL (SPGI)

Koers: US \$ 227,22	EBIT: US \$ 3 miljard
Beurswaarde: US \$ 56 miljard	Enterprise value: US \$ 60,4 miljard
Beurs: NYSE	Earnings Yield: 5%
Koers/winstverhouding (KW): 30,5	Dividend: 1%
Intrinsieke waarde: US \$ 382,-	Koerspotentieel: 68%
Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 235,58 / 156,68	Overweeg aankoop tot: US \$ 286,-
ISIN code: US78409V1044	Sector: kredietbeoordelaar en indexfranchise
Website: <a href="https://www.spglobal.com">https://www.spglobal.com</a>	Analysedatum: 27 juni 2019



FIGUUR 3 HET KOERSVERLOOP VAN S&P GLOBAL OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

S&P Global kwam bij ValueSelections al eerder eens aan bod, in de editie van november 2017. Hoewel de koers sindsdien met meer dan 35% gestegen is beoordelen wij S&P Global aantrekkelijk gewaardeerd momenteel. Onze eerdere intrinsieke waarde-raming (US \$ 260 per aandeel) hebben we vrij fors opwaarts bijgesteld, tot US \$ 382 per aandeel. Belangrijke factor in deze bijstelling is het hanteren van een lagere discountvoet (6% i.p.v. 7% eerder) geweest wat vanwege de stabiele inkomsten bij S&P Global naar ons idee verdedigbaar is. Onze eerdere analyse hebben we geactualiseerd en deze treft u hieronder aan.

### BEDRIJFSMODEL

S&P Global houdt zich bezig met financiële informatievoorziening en analytics. Meer specifiek gaat het bij de 'Rating'-divisie om kredietbeoordelingen, bij de 'Market and Commodities Intelligence'-divisie om het aanbieden van marktinformatie en -analyses en daarnaast is er nog de zogeheten indexfranchise (de 'S&P Dow Jones

Indices'-divisie). Telkens is sprake van dochterbedrijven die zelf nauwelijks kapitaalintensief en uiterst schaalbaar zijn terwijl bovendien veelal sprake is van wederkerende inkomsten.

Het belangrijkste bedrijfs onderdeel vormen de kredietbeoordelingen. Wanneer een bedrijf geld op de kapitaalmarkt wil ophalen dan is een kredietbeoordeling gewenst, van S&P, Moody's of Fitch. Voor zo'n beoordeling wordt vaak een aanzienlijk bedrag betaald maar levert het lenende bedrijf over de looptijd van de lening zelf vaak het veelvoudige op als gevolg van een lagere rente.

Alle data en onderzoek gedaan ten behoeve van de kredietbeoordelingen wordt tegen betaling aangeboden aan banken, verzekeraars en investeerders die deze informatie gebruiken voor het maken van krediet- en investeringsbeslissingen. Zo gezien verkoopt S&P Global de research dus eigenlijk dubbel.

Het bedrijfsmodel van S&P Global typeren wij als zeer aantrekkelijk. Bovendien zijn de vooruitzichten goed en daarmee rekening houdend is het aandeel ondanks de opgelopen koers naar ons oordeel niet duur. En dus wellicht een mooie kandidaat om aan een gespreide portefeuille toe te voegen.

#### COMPETITIEVE POSITIE (RATING: \*\*\*\*)

De competitieve positie van S&P Global is sterk. Er is sprake van een duopolie op de markt van kredietbeoordelingen: S&P Global heeft ongeveer 50% van de markt in handen en Moody's circa 35%. Fitch is de derde speler met een marktaandeel van iets minder dan 15%.

De markt van kredietbeoordelingen is aantrekkelijk vanwege 'pricing power' (het kunnen verhogen van de prijzen boven het niveau van de inflatie), wederkerende inkomsten en heel hoge marges. De pricing power hangt niet enkel samen met het duopolie maar tevens met de voordelen die een kredietbeoordeling oplevert. Bedrijven met zo'n beoordeling kunnen immers goedkoper krediet aantrekken dan bedrijven zonder. Bovendien geldt dat sommige investeringsfondsen zo gestructureerd zijn dat ze enkel mogen investeren in bepaalde categorieën schuld en ook zo gezien is het verkrijgen van een kredietbeoordeling vaak simpelweg noodzaak.

Vanwege de reputatie van de genoemde drie spelers krijgen nieuwkomers op de markt vrijwel geen kans. Zij krijgen geen opdrachten aangeboden, en kunnen daardoor zelf geen reputatie opbouwen. Een factor waar beleggers eerder rekening mee hielden was dat overheden de sterke marktposities van de kredietbeoordelaars zouden aanpakken als reactie op hun rol bij het ontstaan van de kredietcrisis. Ondanks dat er her en der wel wat maatregelen genomen zijn op het vlak van verbeterde verantwoording en meer transparantie is de marktpositie van de grote spelers in deze sector ongewijzigd sterk en onze inschatting is dat dit eveneens het geval zal blijven.

## BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

S&P Global telt zo'n 21.000 medewerkers en heeft een beurswaarde van US \$ 56 miljard. De omzet bedraagt US \$ 6,3 miljard, de winst US \$ 2 miljard (de nettowinstmarge bedraagt 31%). Met US \$ 1,9 miljard aan cash en US \$ 3,7 miljard aan schuld typeren wij de balans gezien de sterke vrije cashflow toch als sterk.

De winstgevendheid ligt structureel op een zeer hoog niveau wat verklaard wordt doordat S&P Global een bedrijf is dat nauwelijks kapitaalintensief is. S&P Global is wellicht nog het best te zien als een soort geldmachine en het zal dan ook niet verbazen dat regelmatig en op vrij forse schaal eigen aandelen worden ingekocht.

Analisten houden rekening met een toename van de winst per aandeel van ongeveer 10% de komende vijf jaar. In onze eigen waardering zijn we uitgegaan van een rendement op het eigen vermogen van 25%, een dividenduitkeringspercentage van de winst van 30% en een discontovoet van 6%. Met deze aannames waarden wij S&P Global momenteel op circa US \$ 382 per aandeel wat bijna 70% meer is vergeleken met het actuele koersniveau.

## KANSEN EN BEDREIGINGEN

Wij zien de nodige aantrekkelijke kansen voor S&P Global. Zo profiteert het bedrijf van de groei van de wereldeconomie en een daarmee samenhangende toenemende vraag naar krediet en kredietbeoordelingen en financiële informatie anderszins. Positief voor S&P Global zijn eveneens de strengere kapitaaleisen voor Europese banken: deze zorgen ervoor dat banken hun balansen moeten afbouwen en bedrijven voor leningen steeds vaker naar de kapitaalmarkten moeten, waarbij een kredietbeoordeling dan eigenlijk onmisbaar is.

Opkomende markten vormen een aantrekkelijke kans voor de langere termijn. Zo beschikt S&P Global bijvoorbeeld al over een belang van 68% in CRISIL, de marktleider op het gebied van kredietbeoordelingen in India. Deze markt staat nog in de kinderschoenen en decennialange groei lijkt hier een heel reële verwachting.

Een andere kans vormt de ook nu al uiterst lucratieve divisie S&P Dow Jones Indices. Dit zit als volgt. Wanneer een belegger via een derde partij investeert in een indexfonds (EFT; exchange-traded fund) in een van de indices die aan S&P Global toebehoren dan ontvangt S&P Global daarvoor een vergoeding van de betreffende partij. Besluit een belegger bijvoorbeeld EUR 100.000,- te investeren in een S&P 500-indexfonds dan ontvangt S&P Global hiervoor een vergoeding van de desbetreffende aanbieder van ongeveer 0,03% (in dit geval dus EUR 30,-). De trend naar passief beleggen via indexfondsen lijkt onverminderd door te zetten en inmiddels wordt al meer dan US \$ 1.500 miljard belegd in indices die aan S&P Global toebehoren. Enkel deze divisie levert S&P Global enkele honderden miljoenen dollars aan inkomsten op terwijl hier nauwelijks enige kosten tegenover staan.

Bedreigingen voor S&P Global zien wij nauwelijks. Zelfs ten tijde van de kredietcrisis was er slechts sprake van een vrij bescheiden, tijdelijke dip op de markt van kredietbeoordelingen. Een nieuwe recessie zal de vraag naar kredietbeoordelingen

wat afremmen menen wij, maar ook dat zal dan naar onze inschatting van tijdelijke duur zijn.

#### MANAGEMENT

Over het management van S&P Global zijn we zeer te spreken. Het management kan als kostenbewust worden aangemerkt en is nadrukkelijk gericht op de creatie van aandeelhouderswaarde. Zo werd afgelopen jaar bijvoorbeeld een bedrag van meer dan US \$ 2 miljard aan de aandeelhouders teruggegeven door uitkering van dividend en inkoop van eigen aandelen.

Sinds 2013 is Douglas Peterson actief als bestuursvoorzitter. Voordat Peterson in 2011 voor S&P Global werkzaam werd is hij 26 jaar in uiteenlopende managementfuncties in verschillende landen werkzaam geweest voor de Amerikaanse bank Citigroup. Hij heeft wiskunde en geschiedenis gestudeerd en beschikt tevens over een MBA (Master of Business Administration) behaald aan de Wharton School van de Universiteit van Pennsylvania.

---

*Disclosure: voor eigen rekening hebben we aandelen S&P Global in bezit.*

## ONZE TOP 5 EN EUROPESE 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>
26-4-2018	Baidu*	BIDU	****	USD	116,04	376,00
26-9-2018	BlackRock*	BLK	****	USD	460,96	755,00
26-10-2018	Booking Holdings*	BKNG	***	USD	1.830,22	3.150,00
24-5-2018	Facebook*	FB	****	USD	189,50	334,00
25-1-2019	UnitedHealth Group	UNH	****	USD	243,47	430,00

Speciaal voor beleggers die zich bij voorkeur richten op Europese aandelen met een beursnotering in euro's is hieronder een tabel weergegeven met onze drie meest favoriete Europese 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>
27-4-2017	Ferrari*	RACE	****	EUR	140,80	157,00
24-4-2015	Freni Brembo*	BRE	***	EUR	9,98	18,00
29-11-2018	Stef SA	STF	***	EUR	74,40	125,00

\*) Onze eerdere schatting van de intrinsieke waarde is hier bijgesteld: Baidu (van US \$ 358,00 naar US \$ 376,00), BlackRock (van US \$ 740,00 naar US \$ 755,00), Booking Holdings (van US \$ 2.860 naar US \$ 3.150,00), Facebook (van US \$ 328,00 naar US \$ 334,00), Ferrari (van EUR 125,00 naar EUR 157,00) en Freni Brembo (van EUR 11,00 naar EUR 18,00).

---

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.

## ONTWIKKELING 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
30-5-2019	The Home Depot	****	USD	191,66	206,42	7,7%	211,27	10,2%	2,6%	86,7%	238,00
30-5-2019	The Progressive Corporation	***	USD	80,04	78,59	-1,8%	84,30	5,3%	0,5%	74,8%	105,00
30-5-2019	Unilever	****	EUR	54,67	53,10	-2,9%	55,33	1,2%	3,0%	78,1%	68,00
26-4-2019	Alten	***	EUR	95,35	105,00	10,1%	106,00	11,2%	1,0%	84,7%	124,00
26-4-2019	Anthem	****	USD	255,91	278,84	9,0%	294,03	14,9%	1,1%	68,0%	410,00
26-4-2019	Shake Shack	**	USD	60,85	67,11	10,3%	70,12	15,2%	0,0%	95,9%	70,00
28-3-2019	Starbucks Corporation	****	USD	73,96	83,38	12,7%	85,20	15,2%	1,9%	77,9%	107,00
28-3-2019	Trigano	**	EUR	69,90	76,65	9,7%	85,40	22,2%	2,8%	65,0%	118,00
28-3-2019	Yum China Holdings	****	USD	43,75	46,33	5,9%	48,47	10,8%	1,0%	68,1%	68,00
28-2-2019	Heineken	***	EUR	88,12	97,50	10,6%	99,82	13,3%	1,6%	88,6%	110,00
28-2-2019	KKR	***	USD	22,63	24,53	8,4%	25,13	11,0%	2,1%	70,1%	35,00
28-2-2019	Rollins	***	USD	39,24	35,41	-9,8%	43,91	11,9%	1,1%	101,2%	35,00
25-1-2019	Intercontinental Exchange	****	USD	75,21	84,52	12,4%	87,26	16,0%	1,3%	68,2%	124,00
25-1-2019	Match Group	***	USD	50,45	66,66	32,1%	75,28	49,2%	0,0%	95,2%	70,00
25-1-2019	UnitedHealth Group	****	USD	266,13	243,47	-8,5%	271,40	2,0%	1,7%	56,6%	430,00
21-12-2018	Deere & Company	****	USD	144,64	166,12	14,9%	169,99	17,5%	1,8%	71,6%	232,00
21-12-2018	FedEx Corporation	***	USD	159,72	159,92	0,1%	198,88	24,5%	1,7%	57,1%	280,00
21-12-2018	Packaging Corp. of America	**	USD	84,43	92,40	9,4%	103,33	22,4%	3,4%	73,3%	126,00
29-11-2018	Alphabet	****	USD	1.080,23	1.079,80	0,0%	1.289,27	19,4%	0,0%	55,8%	1.935,00
29-11-2018	Moody's Corporation	****	USD	158,71	193,89	22,2%	201,38	26,9%	1,0%	68,8%	282,00 (↑)
29-11-2018	Stef SA	***	EUR	78,50	74,40	-5,2%	89,20	13,6%	3,4%	59,5%	125,00
26-10-2018	Associated British Foods	**	GBX	2.316,00	2.455,00	6,0%	2.648,00	14,3%	1,9%	87,7%	2.800,00
26-10-2018	Booking Holdings	***	USD	1.804,53	1.830,22	1,4%	1.937,64	7,4%	0,0%	58,1%	3.150,00
26-10-2018	TFF Group	***	EUR	40,60	37,10	-8,6%	43,60	7,4%	0,9%	67,5%	55,00
26-9-2018	BlackRock	****	USD	474,83	460,96	-2,9%	485,92	2,3%	2,9%	61,1%	755,00
26-9-2016	Trupanion	**	USD	32,43	32,81	1,2%	36,95	13,9%	0,0%	59,7%	55,00
26-9-2016	Zooplus	**	EUR	151,00	117,40	-22,3%	153,50	1,7%	0,0%	33,5%	350,00
31-8-2018	Aflac Incorporated	***	USD	46,94	54,24	15,6%	55,67	18,6%	2,0%	87,5%	62,00
31-8-2018	Lotus Bakeries	***	EUR	2.550,00	2.390,00	-6,3%	2.640,00	3,5%	1,2%	70,3%	3.400,00
31-8-2018	Yelp	***	USD	46,99	33,04	-29,7%	52,50	11,7%	0,0%	33,7%	98,00
26-7-2018	Berkshire Hathaway	*****	USD	197,61	208,51	5,5%	224,07	13,4%	0,0%	72,4%	288,00
26-7-2018	Fairfax Financial Holdings	**	CAD	719,01	656,44	-8,7%	735,80	2,3%	2,0%	65,6%	1.000,00
26-7-2018	The Walt Disney Company	****	USD	111,18	140,40	26,3%	143,51	29,1%	1,3%	80,2%	175,00
29-6-2018	Cars.com	***	USD	28,35	19,67	-30,6%	32,94	16,2%	0,0%	43,7%	45,00
29-6-2018	Mekonomen AB	***	SEK	124,00	77,20	-37,7%	138,65	11,8%	0,0%	36,8%	210,00
29-6-2018	Walgreens Boots Alliance	***	USD	59,70	52,38	-12,3%	86,31	44,6%	3,3%	46,8%	112,00

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

Aandelenmarkten hebben een goede maand achter de rug. De AEX wist ruim een procent toe te voegen en sinds begin dit jaar komt de winst voor de AEX inmiddels uit op een fraaie 14%, exclusief dividend.

De Amerikaanse aandelenmarkten noteren over de voorbije maand tussen de 4% en 5% hoger. Sinds begin dit jaar noteert de Dow Jones zo'n 14% hoger, de S&P 500

circa 16% en presteert de technologiegraadmeter Nasdaq nog het best met een winst van bijna 19%.

In Europa is de economische groei wat aan het vertragen en voor wat de Verenigde Staten betreft vormen met name de handelsperikelen met China momenteel een onzekerheidsfactor. Desalniettemin is op beide continenten nog wel degelijk sprake van groei. De centrale banken van beide economische blokken gaven recent te kennen indien nodig te zullen optreden door de rente te verlagen.

Combineer bovenstaande (economische groei + eventueel extra stimuleren door centrale banken) met het gegeven dat beleggers sinds de kredietcrisis niet zo somber zijn geweest en het punt dat er veel geld langs de zijlijn van de beurs staat en het plaatje ziet er wat ons betreft vrij gunstig uit. Hoewel ook wij niet weten wat aandelenmarkten op korte termijn zullen doen merken we op dat beurzen dikwijls tegen de heersende opinie in bewegen (de heersende opinie is immers al in de koersen verwerkt). Wanneer beleggers somber zijn is dat dikwijls juist als een positieve factor aan te merken...

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.



**Unilever [juni 2019]**

Unilever ziet voor de komende jaren aantrekkelijke groeikansen in landen als Vietnam, Bangladesh, Pakistan en Myanmar.

*"Unilever says Vietnam, Bangladesh among next 'growth stars'"*

<https://finance.yahoo.com/news/unilever-says-vietnam-bangladesh-among-090146100.html>

**Shake Shack [mei 2019]**

Shake Shack heeft een eerste restaurant in Zuid-Amerika geopend.

*"Shake Shack opens its first Latin America location in Mexico City"*

<https://finance.yahoo.com/video/shake-shack-opens-first-latin-133745245.html>

**KKR [maart 2019]**

Investeringsmaatschappij KKR maakt zich zorgen over een eventuele economische neergang in 2020.

*"KKR: more worried about economic downturn in 2020"*

<https://finance.yahoo.com/video/kkr-more-worried-economic-downturn-205034409.html>

**Match Group [februari 2019]**

Analisten zijn optimistisch gestemd over de ontwikkelingen bij Match Group en zien verder koerspotentieel.

*"Match Group Analyst Projects Nearly 400K Net New Q2 Tinder Adds"*

<https://finance.yahoo.com/news/match-group-analyst-projects-nearly-162516013.html>

**FedEx [januari 2019]**

Kwartaalwinst FedEx valt hoger uit dan verwacht.

*"Fedex warns of 'trade uncertainty' after beating Q4 earnings estimates"*

<https://finance.yahoo.com/video/fedex-warns-trade-uncertainty-beating-154930632.html>

### **Alphabet [december 2018]**

Alphabet is voornemens EUR 1 miljard extra te investeren in datacenters in Nederland.

*“Google to spend further 1 billion euros to build Dutch data centers”*

<https://finance.yahoo.com/news/google-spend-further-1-billion-134733700.html>

### **Yelp [september 2018]**

Yelp is een van de bedrijven die zich beklagen over de werkwijze van Google (Google zou content van Yelp ten onrechte voor eigen gewin gebruiken).

*“Aggrieved businesses are lining up against Google”*

<https://finance.yahoo.com/news/google-disputes-yelp-genius-antitrust-concerns-191202726.html>

### **Berkshire Hathaway [augustus 2019]**

Warren Buffett stelt dat van onenigheid met investeringsmaatschappij 3G geen sprake is.

*“Kraft Heinz Dips as Warren Buffett Says He Overpaid for Stake, Denies 3G Rift”*

[https://www.thestreet.com/investing/stocks/kraft-heinz-dips-as-warren-buffett-says-he-overpaid-for-stake-denies-3g-rift-14998292?puc=yahoo&cm\\_ven=YAHOO&yptr=yahoo](https://www.thestreet.com/investing/stocks/kraft-heinz-dips-as-warren-buffett-says-he-overpaid-for-stake-denies-3g-rift-14998292?puc=yahoo&cm_ven=YAHOO&yptr=yahoo)

**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>.