

VALUESELECTIONS.NET

Drie kansrijke Warren Buffett aandelen

Geselecteerd met behulp van een uitgebreid rekenmodel

INHOUD

Drie kansrijke aandelselecties.....	3
Booking Holdings (BKNG).....	4
Dino Polska (DNP.WA)	8
Exor (EXO.AS)	12
Onze Top 5 en Europese Top 3	16
Ontwikkelingen eerdere selecties.....	17

Drie kansrijke aandeleselecties

27 juni 2024

Beste belegger,

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

Het eerste aandeel dat ter sprake komt is een bedrijf waar we zelf al vele jaren een positie in hebben: Booking Holdings. Ondanks recent weer een recordkoers beoordelen wij Booking als aantrekkelijk gewaardeerd en het stevig inzetten op aandeleninkoop juichen wij dan ook ten zeerste toe.

Tweede aandeel betreft ons eerste selectie ooit in Polen: Dino Polska. Hier gaat het om een supermarktketen die opvallend winstgevend is. Alles wijst erop dat er enkel in Polen ruimte is voor duizenden extra filialen waarmee dit bedrijf voorlopig in hoog tempo kan blijven groeien.

Derde aandeel betreft een holding: Exor. Opvallend hier is dat de bezittingen van Exor opgeteld veel meer waard zijn dan in de beurswaarde weerspiegeld wordt. Enkel Exor's belangen in Ferrari en Stellantis zijn al meer waard dan Exor's gehele beurswaarde. Een interessant idee zou zijn deze belangen deels te gaan verkopen en met dat geld dan gelijk eigen aandelen in te kopen. Per aandeel Exor zou het belang in Ferrari en Stellantis daardoor toenemen en voor de vele andere belangen waarvan bovendien sprake is geldt dat dan nog des te meer.

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

BOOKING HOLDINGS (BKNG)

Koers: US \$ 4.014,38	EBIT: US \$ 6,2 miljard
Beurswaarde: US \$ 136,2 miljard	Enterprise value: US \$ 137,8 miljard
Beurs: NASDAQ	Earnings Yield: 4,5%
Koers/winstverhouding (KW): 30,3	Dividend: 0,9%
Intrinsieke waarde: US \$ 7.836,-	Koerspotentieel: 95%
Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 4.033,00 / 2.624,50	Kopen tot: US \$ 5.838,-
ISIN code: US09857L1089	Sector: online boekingsbedrijf
Website: https://www.bookingholdings.com	Analysedatum: 26 juni 2024



FIGUUR 1 HET KOERSVERLOOP VAN BOOKING HOLDINGS OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

Booking Holdings kwam bij ValueSelections al wel eens eerder aan bod en zelf hebben we al jarenlang een positie in dit bedrijf. Onze eerdere analyse hebben we geactualiseerd en hierbij is met name opnieuw naar de waardering gekeken.

Opgemerkt is dat Booking onverminderd sterk inzet op de inkoop van eigen aandelen wat wij zeer interessant beoordelen aangezien het aandeel in onze optiek aantrekkelijk gewaardeerd is. Enkel het afgelopen jaar kocht Booking alweer 9% van de uitstaande aandelen in.

Onder druk van Brussel (Europese wetgeving) is het vanaf deze zomer zo dat Booking aanbieders van accommodaties niet langer mag verplichten geen accommodaties elders tegen lagere prijzen aan te bieden. Heel wel mogelijk bent u voor een boeking straks voordeliger uit direct bij de aanbieder ervan zelf, of bij een andere partij. Of de marktpositie van Booking hierdoor wezenlijk zal verslechteren valt te bezien.

Interessant bij Booking vinden we dat er ook steeds meer aandacht is voor het boeken van andere reisgerelateerde zaken, naast vluchten en een huurauto bijvoorbeeld ook het boeken van restaurants en attracties. Voor Booking is dit alles zeer lucratief terwijl het voor consumenten aantrekkelijk is een complete reis naar persoonlijke smaak bij één partij te boeken.

BEDRIJFSMODEL

Booking Holdings (Booking) omschrijft zichzelf als een online travel company en bevindt zich als het ware tussen de daadwerkelijke aanbieder van bijvoorbeeld een hotelkamer enerzijds en de consument anderzijds. Hotels kunnen via de sites van Booking kamers ter beschikking stellen die consumenten vervolgens kunnen boeken. Voor iedere boeking incasseert Booking een commissie van circa 15%.

Onder Booking vallen verschillende bedrijven: Booking.com, Priceline, Agoda, Rentalcars.com, KAYAK en OpenTable. Het oorspronkelijk in Enschede opgerichte Booking.com geniet een sterke positie in Europa, Priceline is vooral in Amerika bekend en Agoda juist in Zuid-Oost Azië. Naast hotelkamers kunnen via de sites vaak eveneens vliegtickets, complete vakantie-reizen en cruises worden geboekt.

Wereldwijd wordt autoverhuur aangeboden via Rentalcars.com (als een soort schil boven daadwerkelijke autoverhuurbedrijven zoals Hertz). KAYAK is een vergelijkingssite waar consumenten eenvoudig zaken als vliegtarieven en hotelkamertarieven kunnen vergelijken van honderden verschillende aanbieders. OpenTable biedt de mogelijkheid tot het doorgeven van online reserveringen bij aangesloten restaurants.

Ondanks het feit dat Booking met zijn verschillende labels wereldmarktleider is in online hotelreserveringen heeft het bedrijf maar een paar procent van de wereldmarkt in handen. Dat biedt voor Booking het aantrekkelijke vooruitzicht verder marktaandeel te kunnen winnen.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: ****)

De competitieve positie van Booking is behoorlijk goed vanwege netwerkeffecten, schaalvoordelen en de al genoemde merknamen. Wat de netwerkeffecten betreft geldt dat Booking het grootste aantal hotels in zijn bestand heeft en tevens de meest bezochte websites heeft. Beide voorgaande zaken versterken elkaar: het grootste aanbod vergroot de kans dat consumenten via Booking een hotel vinden welke bij hen in de smaak valt terwijl het grote aantal boekingen die via sites van Booking verlopen het voor hotels interessant maakt juist bij Booking aangemeld te zijn.

Uniek aan Booking, vergeleken met een concurrent als Expedia, is z'n sterke positie buiten de Verenigde Staten. Zo geldt dat in Europa, waar met name Booking.com een sterke positie heeft, hotels minder vaak bij ketens zijn aangesloten en minder boekingen rechtstreeks op de websites van hotels zelf binnenkomen. Dat maakt de positie van online travel companies buiten Amerika des te sterker (Europese hotels

zijn immers in hogere mate dan Amerikaanse voor hun boekingen afhankelijk van partijen als Booking.com).

Wat schaalvoordelen betreft geldt dat Booking z'n vaste kosten, waaronder die van IT-infrastructuur, kan delen over een grotere omzet waardoor deze per dollar omzet minder zwaar wegen vergeleken met kleinere concurrenten. En ook kan Booking vanwege schaalvoordelen meer dan zijn concurrenten aan marketing besteden zonder dat ze daarvoor een groter gedeelte van z'n omzet hoeft aan te spreken.

De grote volumes maken dat Booking meer informatie uit data kan halen en marketingbudgetten hierdoor optimaler kan inzetten. Naast de eerdergenoemde concurrenten zien wij in kapitaalkrachtige internetbedrijven die nu al door grote aantallen consumenten bezocht worden mogelijke (toekomstige) concurrenten. We denken dan met name aan bedrijven als Alphabet (Google), Meta Platforms (Facebook) en Amazon.

BEDRIJFSCIJFER, RATIO'S EN WAARDERING

De beurswaarde van Booking bedraagt US \$ 136,2 miljard en de omzet en winst achtereenvolgens US \$ 22 miljard en US \$ 4,8 miljard. De balans typeren wij als solide met US \$ 17,5 miljard aan schuld en US \$ 16 miljard aan cash(equivalenten).

Wij hebben Booking gewaardeerd aan de hand van een waarderingmodel op basis van de rentabiliteit van het eigen vermogen. Wij zijn uitgegaan van een rentabiliteit van het (genormaliseerde) eigen vermogen van 21%, volledige winstinhouding en een discontovoet van 7%. Aan de hand van deze aannames komen wij tot een verneemde intrinsieke waarde van US \$ 7.836,- per aandeel wat ondanks de indrukwekkende koersstijging nog bijna het dubbele is van het huidige koersniveau.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Kansen zien we met name in het verder versterken van de sterke posities die Booking in opkomende markten al heeft. Juist in de opkomende markten zal Booking naar alle waarschijnlijkheid gaan profiteren van de groeiende middenklasse aldaar en het gestaag toenemende toerisme.

Vooraf in China geniet Booking een goede positie vanwege z'n samenwerking met het Chinese Ctrip. En bovendien zal waarschijnlijk nog verder marktaandeel gewonnen kunnen worden in Amerika waar het management met name voor zijn in Europa zo succesvolle Booking.com nog groeikansen ziet.

Een onzekerheidsfactor betreft mogelijke desintermediatie van Booking. Hierbij kan gedacht worden aan partijen die proberen bezoekers rechtstreeks op hun eigen portals te ontvangen i.p.v. dat er websites van Booking tussen zitten (denk bijv. aan grote hotelketens). Ook is er het gevaar van zogeheten verticale integratie door partijen als Alphabet (Google Hotel Finder) of beoordelingsites als TripAdvisor (TripAdvisor Instant Booking) waarmee als het ware eveneens aan Booking voorbijgegaan kan worden.

MANAGEMENT

Over het management van Booking, aangevoerd door bestuursvoorzitter Eric Fogel, zijn wij goed te spreken ondanks de vaak erg conservatieve prognoses die bij Booking Holdings doorgaans worden gegeven en die vervolgens worden 'overtroffen'. Aardig te weten is dat de online boekingsite Booking.com in 2004 zelf door het Amerikaanse bedrijf Priceline is overgenomen (Priceline heeft de naam van het bedrijf later veranderd in Booking Holdings). Voor Booking.com (in 1996 opgericht door Geert-Jan Bruinsma, op dat moment student bedrijfskunde aan de Universiteit Twente) is slechts US \$ 135 miljoen betaald en deze aankoop wordt wel gezien als één van de meest succesvolle buitenlandse overnames door een Amerikaans bedrijf ooit.

Disclosure: voor eigen rekening hebben we aandelen Booking Holdings in bezit.

DINO POLSKA (DNP.WA)

Koers: PLN 416,10

EBIT: PLN 1,9 miljard

Beurswaarde: PLN 40,8 miljard

Enterprise value: PLN 41,3 miljard

Beurs: Warschau

Earnings Yield: 4,6%

Koers/winstverhouding (KW): 28,6

Dividend: -

Intrinsieke waarde: PLN 800,-

Koerspotentieel: 92%

Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 482,10 / 339,10

Kopen tot: PLN 596,-

ISIN code: PLDINPL00011

Sector: retail (Poolse supermarktketen)

Website: <https://www.grupadino.pl>

Analysedatum: 26 juni 2024



FIGUUR 2 HET KOERSVERLOOP VAN DINO POLSKA OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR (IN Aangepaste Grafiekstijl; Grafiek voor DINO POLSKA WAS HELAAS NIET BESCHIKBAAR IN ONZE STANDAARDSTIJL).

BEDRIJFSMODEL

Dino Polska is een Poolse supermarktketen welke discountwinkels – een soort buurtsupers – in heel Polen exploiteert. De winkels bevinden zich doorgaans in middelgrote en kleine steden, maar ook aan de rand van grotere steden. Hoewel eerder is geëxperimenteerd met verschillende formats hebben de winkels tegenwoordig allemaal dezelfde grootte van 400 m², een aanbod van zo'n 5.000 verschillende producten en parkeerruimte voor 10 tot 15 auto's. Deze uniformiteit vereenvoudigt de distributie en verlaagt de kosten, iets waar het bedrijf sterk op gefocust is.

De winkels zijn over het algemeen geopend van 6 uur 's ochtends tot 22:30 uur 's avonds en verse producten zijn goed voor 41% van de omzet, niet-verse producten voor 48% en non-food voor de resterende 11%. Vrijwel alle winkellocaties (zowel de grond als de panden) zijn in het bezit van het bedrijf zelf en de gestandaardiseerde winkels worden gebouwd door een bedrijf genaamd Krot-Invest dat in handen is van Tomasz Biernacki, de oprichter van Dino Polska.

Het gestandaardiseerde concept van Dino Polska is heel winstgevend, zelfs op locaties met maar een paar duizend inwoners. Wij zien in Dino Polska een fraaie compounder met mogelijkheden het aantal filialen de komende vijf tot tien jaar ten minste te verdubbelen.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: ***)

De competitieve positie van Dino Polska is behoorlijk goed. Een inwonertal van circa 2.500 personen in een radius van 2 kilometer volstaat voor Dino Polska om rendabel te zijn terwijl concurrenten zoals Lidl en Carrefour daarmee niet uit kunnen.

Dino Polska vergelijkt wekelijks de prijzen van 500 goedlopende producten met die bij de concurrentie, en stelt de eigen prijzen daaraan vervolgens gelijk. Het bedrijf is daarmee niet goedkoper dan de concurrenten maar valt toch bij de consument in de smaak vanwege het gemak en de nabijheid van de filialen. De gemiddelde klant bezoek zo'n drie tot vier keer per week een Dino Polska-filiaal en besteedt dan zo'n EUR 10,-. Dat Dino Polska wel een vers vleesafdeling heeft en de concurrenten doorgaan niet valt bij de Polen die relatief veel vlees eten – met name varkensvlees en kip – figuurlijk en letterlijk in de smaak.

Wat de vleesactiviteiten betreft is Dino Polska verticaal geïntegreerd. Eerder werd het bedrijf Agro-Rydzyna overgenomen waardoor Dino Polska nu beschikt over een eigen slagerij waarvan het verse vlees in de filialen van Dino Polska ligt.

BEDRIJFSCIJFER, RATIO'S EN WAARDERING

De beurswaarde van Dino Polska bedraagt PLN (Poolse zloty) 40,8 miljard en dat komt overeen met EUR 9,4 miljard. De omzet bedraagt PLN 25,7 miljard. Aan cash is PLN 403,1 miljoen beschikbaar terwijl de schuld PLN 1,3 miljard bedraagt. Deze schuld is de voorbije jaren teruggebracht.

De winstgevendheid ligt structureel op een aantrekkelijk hoog niveau en het bedrijf keert geen dividend uit, doet niet aan aandeleninkoop en doet evenmin grote overnames. Vrijwel alle winst wordt gebruikt voor het openen van nieuwe filialen, waarbij met name veel geld gaat zitten in het aankopen van gronden en de panden zelf. Vrijwel alle locaties en panden zijn als genoemd in bezit van het bedrijf zelf wat ook maakt dat geen huur betaald hoeft te worden. Zodra de snelle expansie teruggeschroefd wordt zal de cashreserve zich vlot opbouwen omdat de filialen zelf heel rendabel zijn.

Opgemerkt is dat veel winkels van Dino Polska minder dan drie jaar bestaan: deze nieuwe filialen zijn minder winstgevend en trekken de gemiddelde winstgevendheid van het bedrijf omlaag. De operationele marge ligt weliswaar op een aantrekkelijke 7,8% (ter vergelijking: bij Ahold Delhaize bedraagt deze marge 3,2%) maar zou rond de 10% uitkomen wanneer enkel naar de 'volwassen' filialen gekeken zou worden.

Uitgaande van de voor dit jaar verwachte winst is de koers/winstverhouding te becijferen op 23, wat stevig is, zeker voor een supermarktketen. Analisten zien de

winst de komende vijf jaar met gemiddeld 23% stijgen wat is terug te voeren op meer filialen, meer omzet per filiaal en hogere marges. Wij geven aan Dino Polska een intrinsieke waardering mee die op het dubbele ligt van het huidige koersniveau maar benadrukken hier vooral dat sprake is van een mooie compounder met nog heel wat jaren met aantrekkelijke groei voor de boeg.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Een belangrijke kans zien we in het simpelweg openen van nieuwe filialen. Voor de komende vier tot vijf jaar wordt gemikt op zo'n 300 nieuwe filialen per jaar. Dino Polska telt momenteel 2.438 filialen en vertalen we het aantal filialen in het westen van Polen door naar heel Polen – wat volgens het management kan – dan zou er in heel Polen ruimte zijn voor zo'n 6.000 filialen.

Hoewel momenteel geen punt van aandacht geldt dat Dino Polska op termijn eventueel ook buiten Polen kan uitbreiden. Met Tsjechië, Slowakije en Litouwen erbij zou het aantal filialen mogelijk nog eens met 50% omhoog kunnen.

Dino Polska lift mee op de economische groei in Polen en ziet de identieke winkelverkoop gestaag oplopen. Een kans die we evenmin onvermeld willen laten betreft een relatief kleine recente overname van zo'n driekwart van de aandelen van eZebra voor circa EUR 13 miljoen. eZebra is een online-retailer in Polen gefocust op cosmetica en medicijnen. Mogelijk dat deze overname aan de online-activiteiten en bezorging een impuls kan geven aangezien Dino Polska daar vooralsnog weinig aandacht voor heeft.

Heel grote risico's voor Dino Polska zien wij niet: wij veronderstellen dat het bedrijf de komende jaren onverminderd nieuwe filialen kan blijven openen. Een aandachtspunt is wel het betreden van grotere steden en plekken waar ook filialen van Lidl, Netto en Aldi te vinden zijn maar vooralsnog lijkt het zo dat Dino Polska ook op die locaties prima winstgevend weet te opereren.

Van de ongeveer 1,4 miljoen Oekraïense vluchtelingen die Polen heeft opgevangen heeft Dino Polska ongetwijfeld geprofiteerd en ook de – tijdelijk – hoge inflatie stuwde de identieke winkelverkoop. Opgemerkt is nog dat hoewel Dino Polska zelf vooral kosten én opbrengsten in Poolse zloty heeft het wel degelijk zo is dat beleggers van buiten Polen een wisselkoersrisico lopen. De voorbije tien jaar is de euro/zlotyverhouding evenwel vrij stabiel geweest.

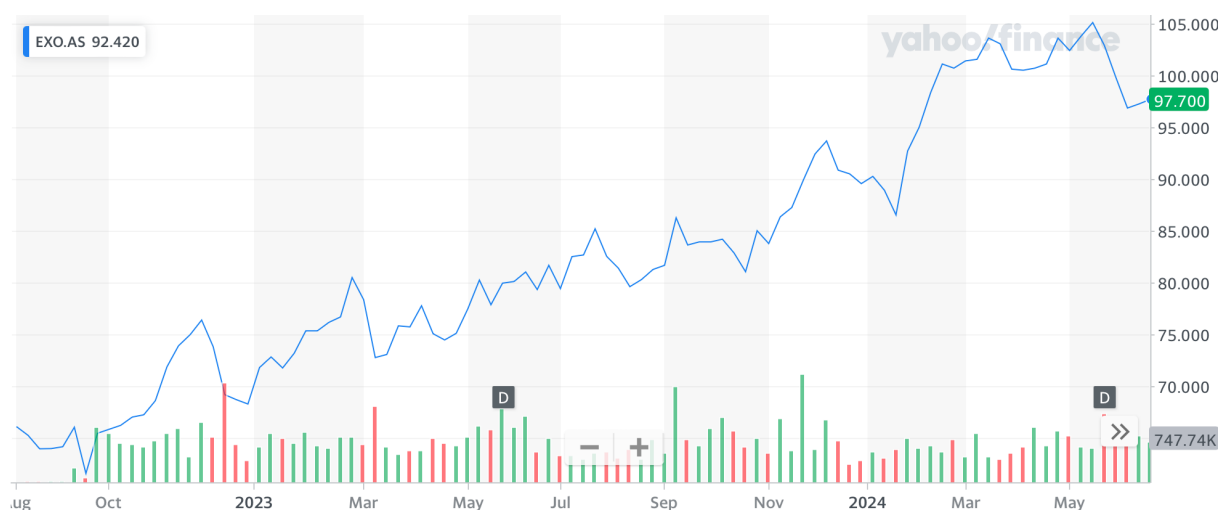
MANAGEMENT

Over het management van Dino Polska zijn we goed te spreken. Er wordt scherp op de kosten gelet en de focus is op de langere termijn gericht. Bestuursvoorzitter is Michal Kreuze (1983) maar belangrijker en wat meer op de achtergrond is de rol van Tomasz Biernacki, de oprichter van het bedrijf met nog altijd zo'n 51% van de aandelen en stemrechten in bezit.

Biernacki verkocht in 2010, toen nog sprake was van amper 100 filialen, 49% van de aandelen aan een investeringsmaatschappij. Het hiermee opgehaalde geld is gebruikt voor expansie, met name het aankopen van gronden en panden. Het was deze investeringsmaatschappij die aandelen Dino Polska in 2017 naar de beurs bracht. Door Dino Polska zelf zijn er geen nieuwe aandelen uitgegeven en evenmin heeft Biernacki zelf ook maar één aandeel verkocht.

EXOR (EXO.AS)

Koers: EUR 99,35	EBIT: EUR 5,3 miljard
Beurswaarde: EUR 33,8 miljard	Enterprise value: EUR 52,6 miljard
Beurs: Euronext Amsterdam	Earnings Yield: 10,1%
Koers/winstverhouding (KW): 5,4	Dividend: 0,5%
Intrinsieke waarde: EUR 178,-	Koerspotentieel: 79%
Koers afgelopen jaar (hoog / laag): 106,30 / 78,60	Kopen tot: EUR 133,-
ISIN code: NL0012059018	Sector: holding / investeringsvehikel
Website: https://www.exor.com	Analysedatum: 26 juni 2024



FIGUUR 3 HET KOERSVERLOOP VAN EXOR OVER DE AFGELOPEN TWEE JAAR.

Onze eerdere analyse van Exor (van mei 2023) hebben we geactualiseerd waarbij met name aandacht aan de waardering is besteed. Sinds de eerdere analyse van ruim een jaar geleden is Exor zo'n 35% in koers gestegen.

De intrinsieke waarde veronderstellen we vrijwel in dezelfde mate toegenomen. En daarmee beoordelen wij Exor onveranderd als een heel aantrekkelijke belegging.

BEDRIJFSMODEL

Exor is de beursgenoteerde investeringsmaatschappij van de Italiaanse familie Agnelli en is wel te vergelijken met een bedrijf als investeringsmaatschappij Prosus. Het gegeven dat de beleggingen van Exor fors meer waard zijn dan Exor op de beurs zelf momenteel waard is maakt het aandeel een aantrekkelijke propositie, temeer nu Exor fors inzet op de inkoop van eigen aandelen.

Naast belangen in grote automerken, Philips en in voetbalclub Juventus bezit Exor ook aandelen in het Britse kwaliteitstijdschrift The Economist en aandelen in grote Italiaanse kranten zoals La Repubblica en La Stampa.

Veruit de belangrijkste belangen van Exor (zie verder onder ‘Bedrijfscijfers, ratio’s en waardering’) vormen die in Ferrari, Stellantis en CNH Industrial. Ferrari is zoals bekend het roemruchte Italiaanse automerk dat eigenlijk meer als een luxemerkt gezien moet worden dan als een reguliere autofabrikant. Stellantis, minder bekend, is het bedrijf achter Europese automerken als Fiat, Peugeot, Opel en Citroën en Amerikaanse merken als Chrysler, Dodge en Jeep. Het bedrijf CNH Industrial verkoopt machines aan de (land)bouwsector en voert merken als Case en New Holland.

Enkel de belangen in Ferrari en Stellantis zijn goed voor een waarde die hoger ligt dan de beurswaarde van Exor. Daarnaast is er nog sprake van een hele reeks andere belangen in bedrijven die al dan niet genoteerd zijn. De korting bij Exor is dermate dat een belegging in dit AEX-bedrijf nadrukkelijk te overwegen is.

COMPETITIEVE POSITIE (RATING: ***)

De competitieve positie van Exor is behoorlijk goed. Vergelijkbaar met bijvoorbeeld Berkshire Hathaway of Prosus kunnen beleggers wel aandelen Exor verkopen maar daardoor is het bedrijf dan niet gedwongen beleggingen te verkopen, zoals dat bij gewone beleggingsfondsen wel het geval is.

Met een belegging in Exor lift een belegger als het ware mee met de investeringsportefeuille van de familie Agnelli. Deze familie bezit ruim de helft van de aandelen Exor en een nog groter deel van de stemrechten. Bestuursvoorzitter John Elkann (zie verder onder management) is de achterachterkleinzoon van Giovanni Agnelli die in 1899 het Italiaanse autobedrijf Fiat heeft opgericht.

Onder Elkann is Fiat eerst gefuseerd met Chrysler en later met Peugeot om uiteindelijk Stellantis te vormen. Het belang in Stellantis vormt een van de grootste posities in de portefeuille van Exor waarin het aantal mutaties overigens heel beperkt is.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

Belangrijkste reden om Exor opnieuw voor ValueSelections te selecteren betreft een opvallend hoge korting waartegen aandelen Exor te koop zijn vergeleken met de waarde van de investeringsportefeuille. Ervan uitgaande dat de waarde van de portefeuille zo'n 8% per jaar stijgt (het gemiddelde rendement van de aandelenmarkten; het trackrecord van het management van Exor is overigens duidelijk beter) mag dat rendement eigenlijk sowieso worden verwacht. Wij verwachten dat het rendement de komende jaren beduidend hoger zal uitvallen vanwege het uiteindelijke krimpen van de korting die momenteel opvallend hoog is.

Wat betreft de waardering zijn we in geval van de aandelenbelangen uitgegaan van de marktwaardes per 25 juni. Voor de niet-beursgenoteerde beleggingen is uitgegaan van de door Exor gedeelde waarderingen per 31 december 2023:

Belang	Waarde (in mln. EUR)	Per aandeel (in EUR)
Ferrari	17.067	79,38
Stellantis	8.733	40,62
CNH Industrial	3.411	15,87
Philips	3.501	16,28
Iveco Group	774	3,60
Juventus	464	2,16
Andere bedrijven	3.023	14,06
Totaal beursgenoteerde belangen	36.974	171,97
Investeringsfondsen	2.836	13,19
Herverzekeringen	802	3,73
Restcategorie	463	2,15
Totaal niet-beursgenoteerde belangen	4.101	19,07
Netto cashpositie (incl. verplichtingen)	-2.821	-13,12
Intrinsieke waarde	38.254	177,92

Bron: <https://www.exor.com/sites/default/files/2024/document-documents/EXOR%202023%20Annual%20Report.pdf> (PDF-bestand; zie pagina 41).

Ten opzichte van de geraamde intrinsieke waarde per aandeel (EUR 178) impliceert de actuele beurskoers (EUR 99,25) een korting van ongeveer 45%. Niet enkel is deze korting opvallend fors maar bovendien ligt deze ruim boven de gemiddelde korting van circa 25% die beleggers in de voorgaande tien jaar voor aandelen Exor gemiddeld hanteerden.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Een ‘kans’ voor Exor is simpelweg door te gaan met de reeds gehanteerde investeringsstrategie wat ertoe zou moeten leiden dat de intrinsieke waarde gestaag verder oploopt, en de beurskoers uiteindelijk ook. Erg positief zijn wij gestemd over het opschroeven van de inkoop van eigen aandelen, wat vanwege de geraamde korting ervoor zorgt dat de intrinsieke waarde van de aandelen die resteren extra stijgt. Uiteindelijk tendeert de beurskoers richting de intrinsieke waarde.

Exor investeert zowel in grote beursgenoteerde bedrijven als in grote niet-beursgenoteerde bedrijven maar ook in startups om innovatie te stimuleren en jonge bedrijven te helpen. Wat deze venture capital-activiteiten betreft wordt vooral geïnvesteerd in bedrijven rond mobiliteit, fintech en gezondheidszorg. Aan ‘Ventures’ is door Exor een waarde toegekend van EUR 737 miljoen en dit stelt in

het geheel nu ook weer niet heel veel voor; amper 2% van het totaal. Overigens is Ventures in de tabel ondergebracht onder de noemer Investeringsfondsen.

Grote bedreigingen zien wij niet. Een aandachtspunt is wel dat de portefeuille sterk geconcentreerd is waarbij slechts drie beleggingen – Ferrari, Stellantis en CNH – goed zijn voor 75% van de bezittingen van Exor.

Los van de geconcentreerde portefeuille geldt dat sprake is van een fors gewicht in bedrijven die behoorlijk cyclisch zijn: Stellantis, CNH en Iveco, welke samen goed zijn voor een derde van de bezittingen. Het management van Exor heeft aangegeven voor nieuwe investeringen uit te kijken naar sectoren die minder cyclisch zijn, zoals luxe, technologie en gezondheidszorg. Het 15%-belang dat Exor afgelopen zomer in Philips nam kan in dit licht worden gezien.

Wij zijn zelf weinig gecharmeerd van de investering in de door schandalen geplaagde voetbalclub Juventus, wat goed gezien al decennialang een beroerde belegging is. Dit belang met een waarde van amper EUR 464 miljoen is evenwel dermate klein dat beleggers er beter niet al te veel aandacht aan besteden.

MANAGEMENT

Over het management van Exor, en bestuurvoorzitter John Elkann (1976) in het bijzonder, zijn we vrij goed te spreken. Anders dan bij beleggingsfondsen doorgaans het geval houdt het management van Exor de kosten beperkt tot maximaal 0,1% van het beheerde vermogen.

In voorgaande jaren is de vermogenswaarde (intrinsieke waarde) bij Exor ruim sterker toegenomen (+18% per jaar sinds 2009) dan het rendement van de aandelenmarkt, wat in het voordeel het management van Exor spreekt. Daarmee voldoet Exor aan z'n belangrijkste doelstelling: het verslaan van de wereldindex. Dat Exor vergelijkbaar met Berkshire Hathaway zowel investeert in beursgenoteerde deelnemingen (aandelen) als in niet-beursgenoteerde deelnemingen verdubbelt als het ware de kansen.

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>Symbool</i>	<i>Rating competitieve positie</i>	<i>Valuta</i>	<i>Koers nu</i>	<i>Berekende intrinsieke waarde</i>
13-12-2021	Alibaba	BABA	****	USD	73,79	375,00
22-12-2022	Amazon.com	AMZN	****	USD	186,34	388,00
11-4-2024	Elevance Health	ELV	****	USD	535,12	956,00
8-5-2024	Meta Platforms	META	****	USD	508,58	963,00
30-11-2023	Yum China Holdings	YUMC	****	USD	31,65	86,00

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>Symbool</i>	<i>Rating competitieve positie</i>	<i>Valuta</i>	<i>Koers nu</i>	<i>Berekende intrinsieke waarde</i>
27-1-2022	ASR Nederland	ASRNL.AS	***	EUR	44,89	78,00
23-2-2023	Euronext	ENX.PA	****	EUR	90,60	172,00
8-6-2023	Prosus	PRS.AS	****	EUR	34,33	88,00

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.

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
13-6-2024	Lululemon Athletica	***	USD	305,55	308,61	1,0%	317,19	3,8%	0,0%	63,0%	490,00
13-6-2024	PayPal Holdings	***	USD	61,64	59,33	-3,7%	62,32	1,1%	0,0%	54,9%	108,00
13-6-2024	PDD Holdings	***	USD	151,01	140,20	-7,2%	151,74	0,5%	0,0%	43,8%	320,00
8-5-2024	Meta Platforms	****	USD	472,60	508,58	7,6%	510,71	8,1%	0,4%	52,8%	963,00
8-5-2024	Starbucks Corporation	****	USD	73,50	79,17	7,7%	83,30	13,3%	2,9%	76,1%	104,00
8-5-2024	Zoetis	****	USD	164,92	167,98	1,9%	179,76	9,0%	1,0%	93,3%	180,00
11-4-2024	Elevance Health	****	USD	501,96	535,12	6,6%	550,34	9,6%	1,2%	56,0%	956,00
11-4-2024	LVMH	****	EUR	790,50	736,80	-6,8%	821,20	3,9%	1,8%	59,9%	1.230,00
11-4-2024	Nike	****	USD	89,59	94,63	5,6%	97,80	9,2%	1,5%	82,3%	115,00
14-3-2024	AutoZone	***	USD	3.102,18	2.939,77	-5,2%	3.256,37	5,0%	0,0%	62,5%	4.700,00
14-3-2024	Berkshire Hathaway	*****	USD	406,27	411,33	1,2%	424,39	4,5%	0,0%	79,1%	520,00
14-3-2024	Humana	****	USD	349,00	356,17	2,1%	364,92	4,6%	1,0%	53,2%	670,00
7-2-2024	Coupang	***	USD	14,04	21,23	51,2%	23,77	69,3%	0,0%	75,8%	28,00
7-2-2024	Koninklijke Ahold Delhaize	***	EUR	25,93	28,06	8,2%	29,89	15,3%	4,3%	66,8%	42,00
7-2-2024	Lockheed Martin Corporation	****	USD	426,95	467,91	9,6%	479,50	12,3%	2,7%	72,7%	644,00
28-12-2023	CME Group	****	USD	210,95	194,10	-8,0%	221,38	4,9%	4,4%	81,6%	238,00
28-12-2023	Deere & Company	****	USD	400,59	369,48	-7,8%	415,59	3,7%	1,6%	46,2%	800,00
28-12-2023	Murphy USA	***	USD	356,27	480,80	35,0%	489,89	37,5%	0,4%	89,4%	538,00
30-11-2023	Acomo	***	EUR	16,94	17,10	0,9%	18,38	8,5%	6,7%	50,3%	34,00
30-11-2023	Fairfax Financial Holdings	**	CAD	1.240,80	1.527,40	23,1%	1.583,70	27,6%	1,3%	73,9%	2.068,00
30-11-2023	Yum China Holdings	***	USD	42,94	31,65	-26,3%	43,84	2,1%	2,0%	36,8%	86,00
20-10-2023	Ashtead Group	***	GBX	4.800,00	5.354,00	11,5%	6.180,00	28,8%	1,5%	63,0%	8.500,00
20-10-2023	Centene Corporation	***	USD	72,98	67,65	-7,3%	81,42	11,6%	0,0%	29,9%	226,00
20-10-2023	Polaris	**	USD	96,33	77,31	-19,7%	100,41	4,2%	3,3%	67,2%	115,00
5-10-2023	Nike	****	USD	95,76	94,63	-1,2%	123,30	28,8%	1,5%	82,3%	115,00
5-10-2023	RATIONAL Aktiengesellschaft	***	EUR	572,00	826,00	44,4%	850,50	48,7%	1,6%	123,3%	670,00
5-10-2023	United Rentals	***	USD	420,61	640,39	52,3%	732,37	74,1%	1,0%	75,5%	848,00
14-9-2023	Cencora	***	USD	176,69	238,37	34,9%	246,75	39,7%	0,9%	77,9%	306,00
14-9-2023	Dollar General Corporation	***	USD	120,00	128,62	7,2%	162,24	35,2%	1,8%	69,5%	185,00
14-9-2023	The Estée Lauder Companies	****	USD	152,39	113,85	-25,3%	159,75	4,8%	2,3%	54,2%	210,00
28-7-2023	Aflac Incorporated	***	USD	72,06	90,01	24,9%	91,15	26,5%	2,2%	81,8%	110,00
28-7-2023	Intercontinental Exchange	****	USD	114,93	137,34	19,5%	140,43	22,2%	1,3%	99,5%	138,00
28-7-2023	KKR	***	USD	59,13	107,41	81,7%	113,91	92,6%	0,7%	109,6%	98,00
29-6-2023	D'Ieteren Group	***	EUR	159,10	197,20	23,9%	220,60	38,7%	1,9%	80,8%	244,00
29-6-2023	Lockheed Martin Corporation	****	USD	453,15	467,91	3,3%	479,50	5,8%	2,7%	72,7%	644,00
29-6-2023	UnitedHealth Group	****	USD	482,56	484,58	0,4%	554,70	14,9%	1,7%	59,1%	820,00

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

Aandelenmarkten hebben een prima maand achter de rug, waarbij wel is opgemerkt dat slechts een paar (tech)aandelen de beurzen stuwten. Zo noteert de S&P 500 Equal Weight-index, waarbij elk van de 500 componenten hetzelfde gewicht van 0,2% in de index hebben, sinds begin dit jaar een plus van ‘slechts’ zo’n 4%.

De AEX noteert over de voorbije maand een procent hoger en staat sinds begin dit jaar zo’n 17% in de plus, dividend nog niet meegenomen.

Over de voorbije maand noteert de Dow Jones (eveneens) een procent hoger terwijl zowel de Nasdaq als de S&P 500 zo'n 3% hoger noteren. Sinds begin dit jaar staat de Dow Jones ruim 4% hoger, de S&P 500 zo'n 14% en de technologiegraadmeter Nasdaq circa 17%.

Later dit jaar, op dinsdag 5 november, vinden er in de Verenigde Staten presidentsverkiezingen plaats. De beide kandidaten – Biden en Trump – ontlopen elkaar momenteel in de peilingen niet veel.

Wat de aandelenmarkten betreft wordt Trump soms wel voorkeurskandidaat genoemd, aangezien hij meer op het bedrijfsleven is gericht met waarschijnlijk lagere belastingen en minder regulering. Maar zijn stijl van opereren is nogal onvoorspelbaar en daar houden beleggers dan juist weer niet van.

Bij Biden geldt het omgekeerde. Hogere belastingen en meer regulering liggen voor de hand bij een herverkiezing van de zittende president. Daar tegenover staat waarschijnlijk meer stabiliteit en voorspelbaarheid.

Wat beleggen betreft zou onze suggestie zijn om niet al te zeer te focussen op de presidentsverkiezingen. Vrijwel geen gerenommeerde partij had in 2016 vooraf correct voorspeld dat Trump de verkiezingen zou winnen. En algemeen was de veronderstelling dat zou Trump de verkiezingen onverhoopt tóch winnen dit dramatisch zou zijn voor de aandelenmarkten. Zoals bekend: exact hetgeen dat voorspeld was wat níet zou gebeuren, gebeurde.

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.

Lululemon Athletica [juni 2024]

Lululemon zag de omzet in China afgelopen kwartaal met 45% stijgen.

"In China, a search for identity boosts Lululemon, premium sportswear brands"

<https://finance.yahoo.com/news/china-search-identity-boosts-lululemon-010247573.html>

PDD Holdings [juni 2024]

Temu voldoet mogelijk niet aan de vereisten om actief te mogen zijn in Indonesië.

"Chinese-owned Temu to face compliance issues in Indonesia, local officials warn"

<https://finance.yahoo.com/news/chinese-owned-temu-face-compliance-093000222.html>

LVMH [april 2024]

Oprichter en grootaandeelhouder Bernard Arnault van LVMH kocht voor eigen rekening aandelen van concurrent Richemont.

"Arnault Said to Have Bought Stake in Cartier Owner Richemont"

<https://finance.yahoo.com/news/arnault-said-bought-stake-cartier-092021864.html>

AutoZone [maart 2024]

AutoZone heeft US \$ 1,5 miljard toegevoegd aan het inkoopprogramma van eigen aandelen.

"AutoZone Authorizes Additional Stock Repurchase"

<https://finance.yahoo.com/news/autozone-authorizes-additional-stock-repurchase-210000015.html>

Berkshire Hathaway [maart 2024]

Alphabet gaat schone energie (op basis van aardwarmte) inkopen bij een Berkshire Hathaway-dochteronderneming.

"Google to Buy Clean Power From Buffett's Nevada Utility"

<https://finance.yahoo.com/news/google-buy-clean-power-buffett-135458426.html>

Aflac Incorporated [augustus 2023]

Over hoe de Aflac-eend tot stand kwam.

"How Aflac's duck was created"

<https://finance.yahoo.com/video/aflacs-duck-born-100059209.html>

KKR [augustus 2024]

KKR-(mede)oprichter Henry Kravis onderbroken door klimaatprotesteerders.

"'They Don't Understand': Henry Kravis Rebukes Climate Protesters Who Interrupted Him"

<https://finance.yahoo.com/news/don-t-understand-henry-kravis-214656363.html>

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 <https://disclaimer.beterinbeleggen.nl>.