

Effect

05



DE BESTE ANALIST VAN NEDERLAND

EARNINGS POWER VALUE

Aandelen waarderen zonder glazen bol

INTERVIEW CATHERINE LEGRAW

GMO-strateeg vindt vrijwel alle beleggingen nu te duur

MACRO-ECONOMIE

Twee visies op de oorzaken van de lage rente

BEURSINTRODUCTIES

Wel of niet instappen bij een beursgang?



COVERVERHAAL

WIE IS DE BESTE ANALIST VAN NEDERLAND?

Analisten buitelen over elkaar heen met koersdoelen voor aandelen. Welke adviezen leverden het meeste rendement op?

inhoud

GEGARANDEERD RENDEMENT

8



HOTELBELEGGING OP DE CARAÏBEN HEEFT SCHIJN TEGEN

Ze weten beleggers weer in groten getale te bereiken: glimmende folders die beleggingen aanprijzen met een behoorlijk, al dan niet gegarandeerd rendement. De obligatie van Rembrandt Rendement is er een uit de categorie 'extra waakzaamheid geboden'.

INTERVIEW

BELEGGINGSSTRATEEG BLIJKT

THE QUEEN OF CASH

Volgens Catherine LeGraw van de gerenommeerde vermogensbeheerder GMO is het in de geschiedenis nooit eerder voorgekomen dat het aantal aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden zo beperkt was.

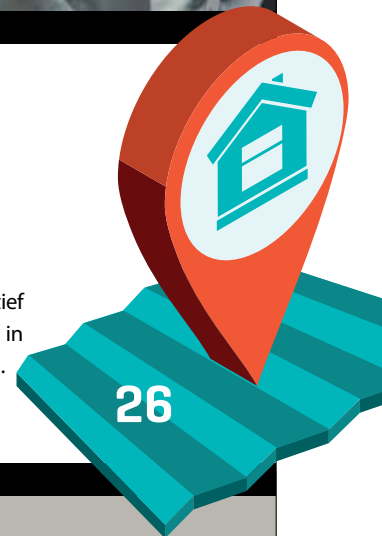


18

FONDSEN VERGELEKEN

NEDERLANDS FONDSBELEGGEN IN STENEN

Veel beleggers zien vastgoedaandelen als aantrekkelijke dividendbetalers door hun relatief stabiele huuropbrengsten. Gespreid beleggen in vastgoedaandelen kan via beleggingsfondsen. Wij namen vier Nederlandse vastgoedfondsen de maat.



26

LIDMAATSCHAP

- Het lidmaatschap van de Vereniging VEB NCVB wordt in beginsel voor de duur van één jaar aangegaan.
- Het lidmaatschap wordt automatisch verlengd, tenzij uiterlijk vier weken voor de vervaldatum schriftelijk een opzegging is ontvangen.
- Voor uitgebreide informatie over het lidmaatschap en het doorgeven van adreswijzigingen en opzeggingen verwijzen wij u naar onze website.

www.veb.net/lidmaatschap

72,50

euro per jaar



Vodafone vs. Telefónica
DIVIDEND GEEFT DE DOORSLAG

De telecomsector wordt al jaren genoemd als de sector waar een grote consolidatieslag op stapel staat. KPN is een nadrukkelijke overnamekandidaat, net als veel andere aanbieders in de kleinere landen van Europa. Maar welke van de grote jongens is het meest aantrekkelijk? Een duel tussen het Britse Vodafone en Telefónica uit Spanje.

40



WALL STREET
 GEÏNFECTEERD MET GOUD-
 KOORTS SILICON VALLEY

Wall Street en zijn rijke klanten van de afdeling vermogensbeheer zijn belangrijke geldschieters geworden van technologiebedrijven die nog naar de beurs willen. Wat betekent dat voor gewone beleggers?

42

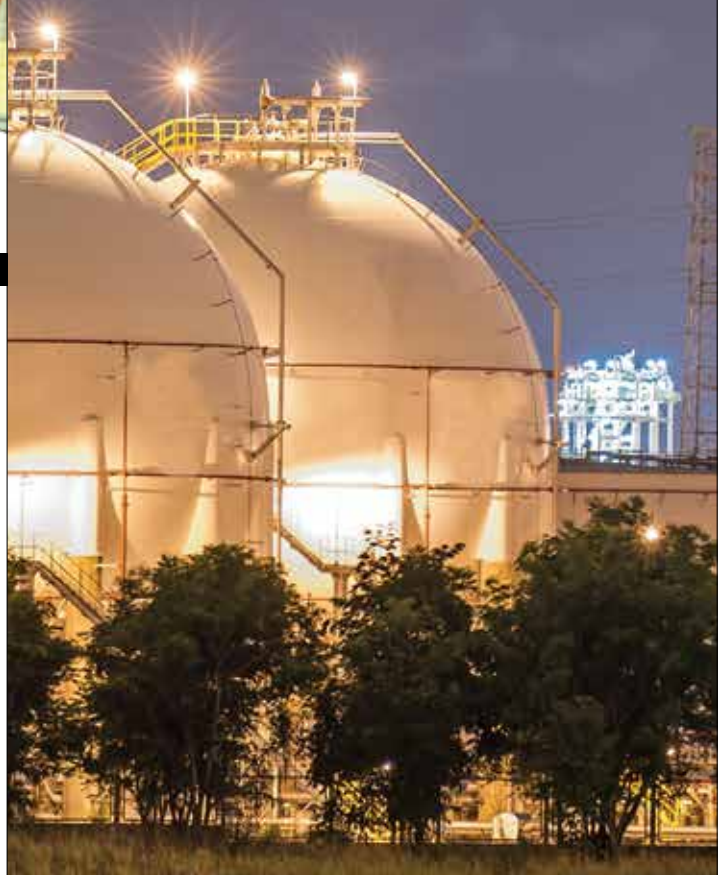
Ten eerste	04
In beeld: Apple-watchers	06
Nieuwe IPO-golf: meedoen of afblijven?	10
Damrak: belegger ontmoet beursfonds	14
Ledenvragen	17
Gamechangers: the internet of things	30
Kansrijke kandidaten uit de digitale wereld	36
Het getal: earnings power value	46
Macro: visies op het grootste monetaire experiment aller tijden	48
Opties: iron butterfly op de AEX	50
Statistieken	52
Ledenvoordeel	58
Colofon & Next	59

COLUMNNS

Paul Koster 05 Sheila Sitalsing 29 Paul Frentrop 32
 Marius Kerdel & Jolmer Schukken 37

34

DE GROEIBELOFTE VAN
VLOEIBAAR
AARDGAS



Terwijl het overnamecircus wereldwijd op volle toeren draait zoekt een aantal Nederlandse bedrijven de toekomst dichterbij huis. Nederlandse en Belgische bedrijven lonken daarbij opvallend veel naar elkaar.

BLOEIENDE BELANGSTELLING TUSSEN DE LAGE LANDEN

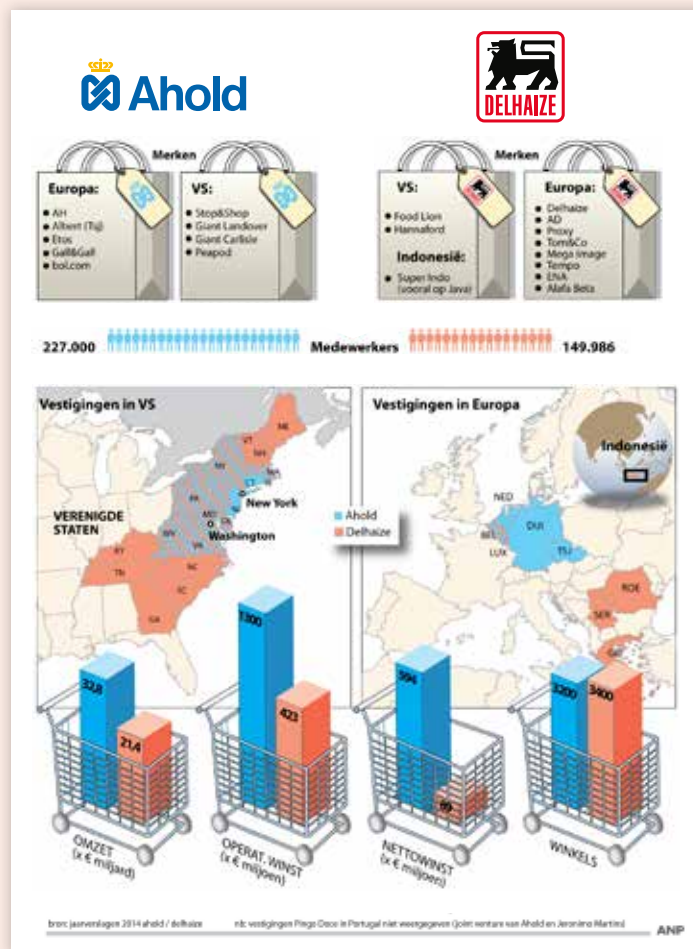
Nu al spraakmakend zijn de gesprekken die Delhaize en Ahold voeren over een mogelijke fusie. Een samensmelting tussen de twee retailbedrijven is al jaren onderwerp van gerucht maar tot een akkoord is het voornamelijk niet gekomen. Gezien de euforie onder beleggers – de koers van Ahold en Delhaize vloog omhoog na bevestiging van de gesprekken – lijkt de markt er op te vertrouwen dat de supermarktconcerns er dit keer wel uitkomen.

De fusie is vanuit strategisch perspectief helder. Zo kunnen de supermarkten hun krachten bundelen in de Verenigde Staten en ontstaan er behoorlijke inkoopvoordelen. Analisten van Rabobank becijferen dat alle voordelen bij elkaar kunnen oplopen tot één miljard euro.

FUSIE OF OVERNAME?

In België zal gesproken worden over een fusie, maar als het zo ver komt heeft de transactie meer weg van een overname: Ahold is qua beurswaarde twee keer zo groot als Delhaize. Door de samenvoeging ontstaat een winkelreus met een omzet van 54 miljard euro en een nettowinst van 1,2 miljard euro (cijfers 2014).

Ook KPN heeft de blik op het zuiden gericht. Het telecombedrijf verkocht eind april zijn Belgische dochter Base. Toch blijft KPN top-



man Eelco Blok de koopkracht van 11 miljoen Belgen interessant vinden. Vlak na de verkoop van Base liet Blok in een interview optekenen dat hij wel brood ziet in een fusie met

CULTUURVER-SCHILLEN OP HOOG NIVEAU ZIJN TRADITIONEEL EEN STRUIKELBLOK

Belgacom, het grootste Belgische telecombedrijf. Het gaat wel om langetermijnplanning, want voornamelijk moet de Belgische overheid – grootaandeelhouder in Belgacom – hier goedkeuring voor geven.

Ook topman Koen Slippens van groothandelsbedrijf Sligro ziet België als jachtterrein voor verdere groei, zo was de boodschap tijdens de aandeelhoudersvergadering eind maart. Slippens gaf zelfs aan dat Java, een van de grootste Belgische groothandels, perfect bij Sligro zou passen.

RISICOVOL

De vooraf breed uitgemeten voordelen van fusies en overnames blijken achteraf vaak tegen te vallen. Bij samenwerking tussen Belgische en Nederlandse bedrijven spelen traditionele struikelblokken als cultuurverschillen op hoog niveau misschien nog wel een grotere rol dan gebruikelijk. De bijna-fusie tussen ABN Amro en het Belgische Generale Bank ketste onder andere af op onbegrip tussen wederzijdse bestuurders en ook in de combinatie Fortis-ABN Amro waren de onderlinge verhoudingen later verre van optimaal.

Recentere – zomer 2014 – verkocht retailconcern Macintosh 24 schoenenwinkels van Scapino, omdat deze niet meer in de strategie van het bedrijf zouden passen. “De positie van Scapino in België is te klein om als discounter succesvol te zijn. Daarbij speelt een rol dat het nauwelijks mogelijk is om Belgische activiteiten te ondersteunen vanuit het goed renderende Scapino Nederland”, aldus ceo Kurt Staelens in de media.

Ook Delta Lloyd nam in december vorig jaar afscheid van haar Belgische bankonderdeel, omdat de activiteiten niet meer in de strategie van het concern zouden passen.

Het is de grote vraag of dergelijke berichten over een paar jaar opnieuw te lezen zijn, maar dan over bedrijven die zich nu opmaken voor hechte samenwerking.

BELEGGINGSTAKS MOET EERLIJKER

Naast spaarders hebben ook beleggers afgelopen jaren grosso modo teveel belasting betaald. De VEB roept minister Dijsselbloem op om behalve de spaartaks ook de belasting op beleggen rechtvaardiger te maken.

“We gaan kijken naar een manier om de vermogensbelasting rechtvaardiger te maken”, zo liet minister Dijsselbloem onlangs optekenen in de Telegraaf.

Daarbij doelde de minister vooral op spaarders. Zij hebben de afgelopen jaren veel minder rente ontvangen dan de vier procent waarmee de fiscus rekent voor de vermogensrendementsheffing.

Voor beleggers, ligt dat volgens Dijsselbloem anders: “die hebben goede beleggingsjaren gehad.”

Met die constatering slaat de minister de plank mis. Uit onderzoek van de VEB blijkt dat ook beleggers afgelopen jaren tot meer dan honderd procent teveel belasting hebben betaald over hun beleggingen.

HET SOMMETJE

Sinds 2001 gaat de fiscus bij de berekening van de vermogensbelasting uit van een fictief rendement

van 4 procent. Hierover wordt een vermogensrendementsheffing van 30 procent geheven. Dit leidt tot een effectieve belastingdruk van 1,2 procent op vermogen boven een bepaalde drempel.

Onderzoek van de VEB wijst uit dat het feitelijke rendement dat de gemiddelde particuliere belegger sinds de invoering van de huidige methodiek in 2000 een jaarlijks rendement heeft behaald tussen 2,1 procent en 2,4 procent.

Dat is veel minder dan de vier procent waarvan de fiscus uitgaat. Het komt hierdoor regelmatig voor dat beleggers meer dan 100 procent belasting betalen over het behaalde rendement.

De VEB dringt er daarom bij het ministerie van Financiën op aan om de vermogensrendementsheffing te hervormen, op een manier die recht doet aan de realiteit waarin de particuliere belegger verkeert.



PROJECT X(IT)

door Paul Koster

Volgt u de ontwikkelingen rond Griekenland nog? Steeds vaker hoor ik beleggers zeggen dat ze de situatie rond de Griekse schulden moe zijn. Steeds weer laaide de Griekse crisis op tot grote hoogte en steeds kwam er een oplossing die tijdelijk bleek en het onbegrip tussen de partijen deed groeien. Het is nu weer vijf voor twaalf. De onderhandelingen met Griekenland verlopen tergend traag en uiterst moeizaam. Maar beleggers lijken daar minder bezorgd over dan in eerdere crisistijden. Het overvloedige goedkope geld dat de ECB over de eurozone uitstrooit, is daarvan zonder meer de reden. Bovendien is er de gedachte dat een uittreden van Griekenland uit de eurozone nu minder heftige gevolgen zal hebben voor de economie dan pakweg drie jaar geleden. Banken en ondernemingen zouden minder financieel risico in Griekenland lopen.

Die redenering zou nog weleens een fatale vergissing kunnen zijn. Want heeft de financiële crisis van 2008 niet aangetoond dat de financiële markt de onderlinge verbondenheid in financiële transacties en producten onvoldoende onderkent. Bovendien wordt er vaak alleen gekeken naar de directe gevolgen van een Grexit, terwijl het jaren zal duren voordat een Grieks faillissement zich in volle omvang manifesteert. Zo zal er veel tijd verstrijken voordat duidelijk is wat er gebeurt met de obligaties in euro's die Griekse ondernemingen hebben uitgegeven. En welke rechter gaat daarover beslissen? Argentinië is al vijftien jaar op verschillende plaatsen in de wereld bezig met de juridische afwikkeling van het bankroet en is er nog niet klaar mee. Ook over de directe gevolgen van een uittredend Griekenland is nog veel meer onzekerheid dan doorgaans wordt aangenomen. Een dergelijke stap is politiek zwaar beladen en heeft de crisis van 2008 ons niet geleerd dat de financiële markt heel slecht reageert op een onverwachte politieke wending? Een onverwachte politieke wending kan komen van het Europese Hof dat nog moet beslissen over de rechtmatigheid van de ECB-steun.

En Griekenland is niet het enige probleem binnen het europroject. De onverwacht grote overwinning van de Britse conservatieven kan een nieuwe veenbrand aanwakkeren. De eerste reactie na de verkiezingsuitslag was er een van opluchting, maar dat kan snel omslaan als het Britse eurolidmaatschap op termijn publiekelijk wordt getest. Een dreigend Brexit zal investeren in Engeland en beleggen in Britse aandelen risicovoller maken.

Griekenland en Groot-Brittannië: Europese beleggers zullen komende tijd afwisselend naar het oosten en het westen moeten kijken. Het wordt een partijtje politiek-economisch tennissen waarvan de rekening voor beleggers hoog kan uitvallen als de aandacht verslapt.



APPLE

NAAR 85 OF 195 DOLLAR?

Apple, de maker van iPhones, iPads en sinds kort ook horloges, boekte recent opnieuw een recordwinst dankzij sterke verkopen van telefoons in China en de VS. Daarnaast verhoogde het techbedrijf ook nog de inkoop van eigen aandelen en het dividend.

Het aandeel gedijde afgelopen jaar goed onder al dit nieuws (zie grafiek). Maar Adnaan Ahmad van Berenberg Bank zal heel wat uit te leggen hebben aan zijn klanten. De analist heeft het aandeel Apple als een van de weinigen al ruim een jaar op 'verkoop' staan. Met een koersdoel van 85 dollar is hij de absolute pes-

simist onder Apple-volgers. Een tijdje terug ging de analist zelfs nog uit van een koersdoel van 60 dollar.

Het verkoopadvies van de Berenberg-analist staat in schril contrast tot dat van Brian White, analist bij Cantor Fitzgerald. Hij wist dit jaar een goed track record op te bouwen door Apple een hele tijd geleden al op 'kopen' te zetten. Volgens de analist wordt de nieuwe Apple Watch het best verkopende

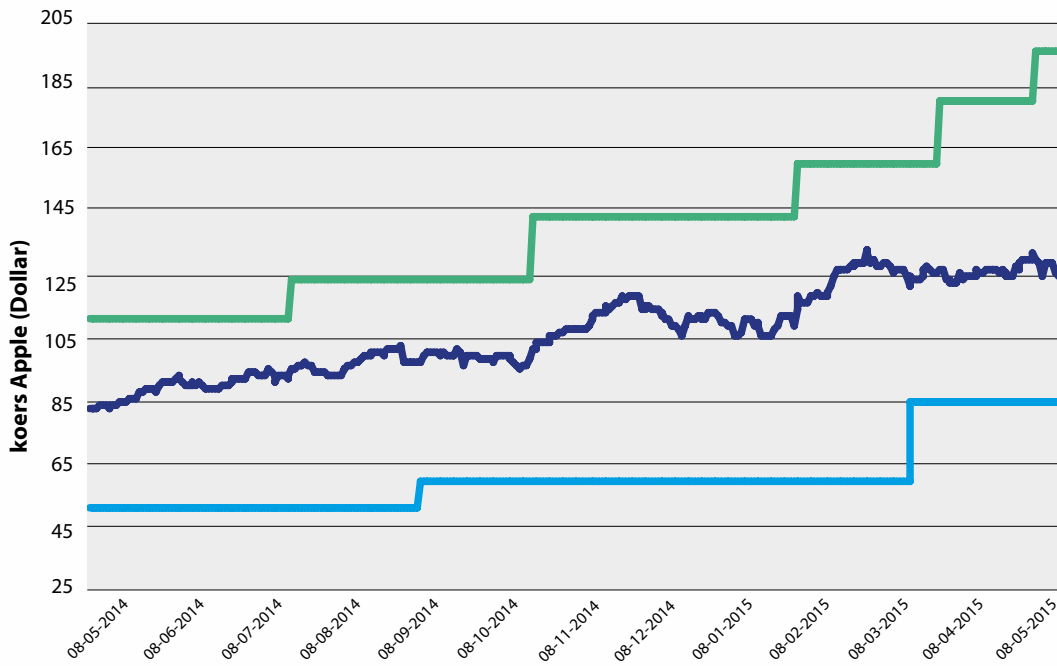
item ooit voor Apple. Het aandeel kan volgens White makkelijk naar de 195 dollar.

ONDERZOEK

Zoveel analisten, zoveel koersdoelen, zo blijkt. De VEB onderzocht hoe analisten die Nederlandse aandelen volgen het er eigenlijk van af hebben gebracht de afgelopen tijd. Op pagina 10 vindt u de winnaars en hun tips.



APPLE NAAR 85 OF 195 DOLLAR?



Koersdoel
Brian White
\$ 195

Koersdoel
Brian White
Koers Apple
Koersdoel
Adnaan Ahmad

Koersdoel
Adnaan Ahmad
\$ 85



Ze weten beleggers weer in groten getale te bereiken: glimmende folders die beleggingen aanprijzen met een behoorlijk al dan niet gegarandeerd rendement. Maar de ene aanbieder is betrouwbaarder dan de andere. De obligatie van Rembrandt Rendement is er een uit de categorie: extra waakzaamheid geboden.



HOTELBELEGGING OP DE CARAÏBEN HEEFT SCHIJN TEGEN



ook niet. "Het uitgangspunt om hier te investeren mogen we (...) met recht 'zonnig' noemen", zo valt in vetgedrukte letters te lezen.

Zonnig zijn de voorgeschotelde rendementen zeker. Rembrandt rekent beleggers een rendement van 6,8 procent per jaar voor, dat ook nog eens in maandelijks termijnen wordt uitgekeerd. Het fonds erkent de risico's van beleggen in vastgoed, maar meent dat de verwachting op een goed rendement bij deze belegging "gerechtvaardigd" is.

Een extra veiligheidsklep is volgens Rembrandt een paspoort. Door te investeren in kamers van het hotel wordt het recht verkregen om een tweede paspoort te bemachtigen via de eilandenstaat. Vooral Chinezen – die door de Centrale overheid strenge reisbeperkingen krijgen opgelegd – zouden geïnteresseerd zijn in dit zogeheten 'Citizenship by Investment Program'.

In totaal wil Rembrandt 2,4 miljoen euro ophalen met de uitgifte van 950 obligaties tegen een nominale waarde van 2500 euro per stuk. De obligaties worden volgens de brochure tegen 100 procent van de nominale waarde afgelost na maximaal vijf jaar..

ALARBELLEN

De obligaties van Rembrandt Rendement vallen buiten AFM-toezicht, omdat maar een beperkt aantal beleggingen wordt aangeboden. Voor beleggers is dit een reden te meer om zelf uitgebreid onderzoek te doen. De brochure van Rembrandt bevat te weinig informatie om een goed beeld te krijgen van deze belegging. In de folder verwijst de aanbieder naar een informatiememorandum en raadt hij beleggers aan dit grondig door te lezen. Het memorandum is niet te vinden op de website van

Rembrandt en moet via de mail worden aangevraagd.

Als het document wordt toegezonden valt op hoeveel gelijkheden die vertoont met dergelijke documenten van eerdere aanbieders van gelijksoortige beleggingen. Het gaat daarbij om de onlangs in opspraak geraakte partijen Centurion en Centauro. Bij beide partijen hebben de Fiod en het Openbaar Ministerie recent invallen gedaan. Twee bestuurders van Centurion en een verkoper zitten sinds 17 maart in hechtenis.

Het memorandum van Rembrandt lijkt niet alleen op dat van Centauro, in het document komt de naam van het in opspraak geraakte fonds zelfs voor. Onder de definitie van de lening staat: "de obligatielening tot uitgifte waartoe het bestuur van *Centauro* heeft besloten" (cursivering door redactie).

De directeur van Rembrandt noemde dit tegenover het Financieel Dagblad een "foutje bij het overschrijven", maar benadrukte dat er verder geen banden bestaan met Centauro. In dat geval is het weinig vertrouwenwekkend dat een aanbieder belangrijke informatie kopieert van een andere partij en dat ook nog op zo'n slordige wijze.

Enig spuurwerk op internet leert bovendien dat in ieder geval één verkoper van Rembrandt Rendement-obligaties in het verleden actief is geweest voor Centurion. Dat rekent de directeur van Rembrandt blijkbaar niet als band tussen beide bedrijven.

**REMBRANDT ROEPT
OP ZIJN ZACHTST
GEZEGD DE NODIGE
VRAGEN EN
TWIJFELS OP**

MEER RISICO'S

Reputaties en vertrouwen zijn alles in de financiële wereld. En wat dat betreft staat Rembrandt met zijn handelwijze en slordige overschrijffexercitie meteen op achterstand.

Bovendien kleven er meer risico's aan de belegging. Het gegeven dat Rembrandt in de brochure benadrukt dat het 'uiteraard' zijn activiteiten laat controleren door een registeraccountant oogt onprofessioneel. Uit het memorandum valt niet op te maken of er al een accountant is aangesteld: "De benoeming van de accountant zal zo spoedig mogelijk worden bekrachtigd en naar verwachting zal deze in juli/augustus 2015 met de controle-opdracht aanvangen."

Daarnaast zitten er andere haken en ogen aan een belegging in Rembrandt. Zo is een belegger sterk afhankelijk van de betrouwbaarheid van de overheid van de eilandenstaat als het gaat om het paspoortprogramma en de bereidwilligheid en mogelijkheden van Chinezen om hierin te investeren, kan de waarde van het onderliggende vastgoed sterk schommelen en zijn er allerlei risico's van het project zelf die tot kostenoverschrijdingen kunnen leiden. Ook blijkt uit het memorandum dat tot 30 procent van de inleg kan worden verspijkerd aan operationele kosten, door Rembrandt gedefinieerd als "kosten voor juridische adviseurs, de controle van het project en het hoofdkantoor".

TWIJFELS

Het aanbod van Rembrandt Rendement roept op zijn zachtst gezegd de nodige vragen en twijfels op. Juist partijen als deze zouden zich moeten onderwerpen aan toezicht van de AFM om beleggers in ieder geval het comfort te geven dat zij zelf niet kunnen bieden.

Genoemd naar een Nederlandse meester maar gericht op geld verdienen met beleggen in de Caraïben. Dat is het verhaal van Rembrandt Rendement, een nieuwe partij op de markt die vanuit Bilt-hoven probeert beleggers te interesseren voor investeringen in een hotel op Antigua & Barbuda.

Rembrandt presenteert zijn beleggingen in een folder vol foto's van azuurblauwe zeeën, parelwitte stranden en dames in bikini. Een matige woordspeling ontbreekt



Dag één in het leven van een beursfonds is een groot feest voor beleggers. Maar op de langere termijn zijn de rendementen teleurstellend. Waar moeten beleggers op letten bij een beursgang om de winkansen te vergroten?

EEN NIEUWE IPO-GOLF OP KOMST: MEEDOEN OF AFBLIJVEN?

Na een periode van stilte heeft een stoet nieuwe bedrijven de weg naar het Damrak weer gevonden. Nadat vorig jaar beursplatform Euronext, verzekeraar NN en handelaar in chemische producten IMCD debuteerden op de beurs, kreeg Beursplein 5 in het eerste kwartaal van dit jaar er nog eens drie noteringen bij: likeurhuis Lucas Bols, optiekwinkelbedrijf GrandVision en bottelaar Refresco Gerber.

De aandelen van deze bedrijven hebben het sinds de beursgang uitstekend gedaan. Met uitzondering van Refresco Gerber (minus 5 procent), staan de aandelen bijna allemaal tientallen procenten boven de introductiekoers.

De grote vraag naar aandelen heeft een aanzuigende werking op andere beursaspiranten. Zo zou de Nederlandse flitshandelaar Flow-Traders voorbereidingen treffen voor een beursnotering, gaat Philips de lichtdivisie apart zetten en is het onvermijdelijk dat de overheid op termijn afscheid neemt van de financials ABN Amro en ASR. Op de iets langere termijn loopt bijvoorbeeld mengvoederproducent ForFarmers zich warm voor een beursnotering.

Veel beleggers zullen gezien het succes van recente Initial Public Offerings (IPO's) met warme belangstelling inschrijven

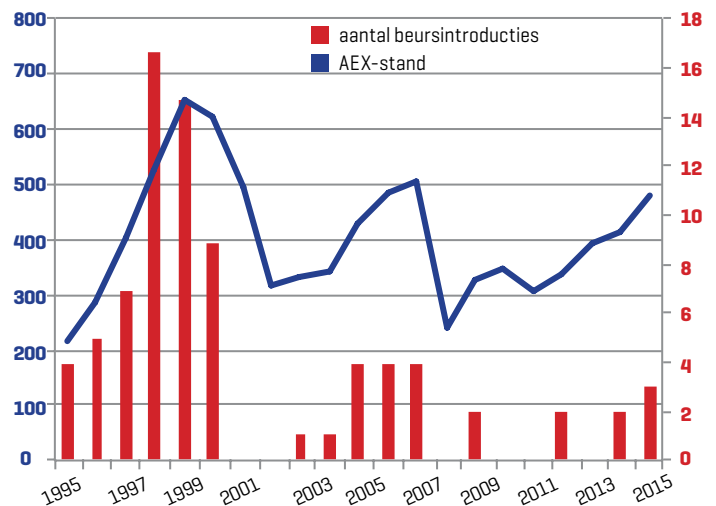
op verse emissies. Maar is dat wel verstandig? Om deze vraag te beantwoorden onderzocht de VEB de koersprestaties van bijna tachtig Nederlandse IPO's in de laatste twintig jaar.

SCEPSIS OP ZIJN PLAATS

De meeste verkopende eigenaren van bedrijven lijken een goed gevoel voor timing te hebben. Als beurskoersen in de lift zitten zoals eind jaren negentig, in de periode 2003 tot 2007 en in de laatste maanden van dit jaar, is het dringen op het Damrak. Omgekeerd is er nauwelijks animo voor een notering als beurzen onderuitgaan. Tijdens de eurocrisis (2010 en 2011), de kredietcrisis (2008) en het knappen van de internetbubbel

(2001 en 2002), durfde geen enkel bedrijf het aan om naar de beurs te komen. Dit verband tussen aandelenkoersen en IPO's noopt tot sceptis van beleggers. Eigenaren van bedrijven zijn geneigd bedrijven naar de beurs te brengen als beleggers euforisch zijn en de bomen tot aan de hemel groeien. Hoe vetter de uitstapprijs – de introductiekoers dus – van de verkoper van een bedrijf dat naar de beurs gaat, des te groter de kans op een magere rendement voor de nieuwe eigenaren: beleggers die inschrijven op de IPO. Daar komt bij dat een oude eigenaar waarschijnlijk vele malen beter dan een nieuwe aandeelhouder kan inschatten of de beurswaardering een adequate weerspiegeling is van het perspectief van de onderneming.

TIMING IS ALLES: BEURSINTRODUCTIES POPULAIR BIJ HOGE KOERSEN



*Data samengesteld met behulp van Bloomberg-gegevens



5 voorwaarden om winstkansen te vergroten

De stevige waardering van de Nederlandse beurs maakt het voor beleggers verplichte kost om het prospectus, een verplicht informatiedocument bij IPO's, door te nemen. Uit een analyse van beursgangen in het verleden blijkt dat er ten minste vijf zaken relevant zijn voor het succes van een beursgang. We beschrijven ze kort.

1 HET VERDIENMODEL MOET BESTENDIG EN TE BEGRIJPEN ZIJN

Waar verdient het bedrijf zijn geld mee? Bedrijven als koffiemaker Douwe Egberts en drankonderneming Lucas Bols hebben wortels die teruggaan tot respectievelijk 1753 en 1575. Bij dit soort ondernemingen kunnen beleggers redelijk goed inschatten waar het geld mee wordt verdiend.

Veel bedrijven die eind jaren 90 naar de beurs gingen bestonden slechts enkele jaren en hadden geen bewezen verdien capaciteit. In de internethype sloeg het hoofd van beleggers op hol waardoor zij grif wilden betalen voor bedrijven met ondernemingsstrategieën waarin termen als *webdesign*, internet gerelateerde *new technologies* en *e-commerce* stonden, zonder dat duidelijk werd hoe het geld verdiend ging worden. Het adagium van Warren Buffett 'als je een belegging niet begrijpt doe het dan niet', is ook goed van toepassing op beursintroductions.

2 KLOPPEN DE CIJFERS

Een belegger ontkomt niet aan het bestuderen van de cijfers om te achterhalen waar een bedrijf staat. De grootste floppers onder beursintroductions kwamen van financieel ongezonde bedrijven die niet of nauwelijks winst maakten.

Een analyse van de marge- en omzetontwikkeling kan helpen bepalen of een onderneming een

bestendig verdienmodel heeft. Beoordeel ook hoe de cijfers zich houden als de economie tegenzit. Een bedrijf als AMG (beursgang 2007) dat speciale metalen produceert is vele malen gevoeliger voor de economie dan een uitbater van optieketens als GrandVision (2015). Kijk ook of de omzet sterk afhankelijk is van één product. Zo is gebleken dat navigatiebedrijf TomTom, dat in 2005 op de beurs debuteerde, wel erg afhankelijk was van de bekende navigatiekastjes met zuignap.

3 BETAAL NIET TE VEEL

Het uiteindelijke rendement voor een belegger is voor een groot deel afhankelijk van de instapkoers. In het algemeen geldt dat als beurzen hoog staan, extra alertheid is geboden.

Ga altijd na of de waardering redelijk is. Kijk bijvoorbeeld naar hoeveel keer de bedrijfswinst in de ondernemingswaarde (waarde van de aandelen tegen IPO-prijs plus de nettoschuld) gaat. Vergelijk deze ratio met concurrenten van het IPO-bedrijf. Als de ratio extreem hoog is, kan het verstandig zijn de introductie aan je voorbij te laten gaan.

4 HOGE SCHULDEN IS VRAGEN OM ELLENDE

Hoge schulden maken een onderneming kwetsbaar. Vooral durfkapitalisten – ook wel private equity fondsen – hebben de naam bedrijven met een forse schuldenlast naar de beurs te brengen. Als de

economie meezit kan het goed gaan, maar bij tegenwind kunnen ernstige problemen ontstaan. Neem buizenfabrikant Wavin dat tegen een moddervette prijs, maar met een ultrazwakke balans in 2006 door durfkapitalisten naar de beurs werd gebracht. De recessiegevoelige onderneming uit Zwolle overleefde de kredietcrisis ternauwernood en werd in 2012 voor een derde van de introductieprijs overgenomen door Mexicaanse branchegeenoot Mexichem.

5 ANDERE ZAKEN

Marges, omzet en schuldenratio's zeggen niet alles. Kwalitatieve aspecten zijn minstens even belangrijk om een succeskans in te schatten. Hoe ervaren is bijvoorbeeld het management van de onderneming? De aanwending van de emissieopbrengst kan ook iets vertellen over de slagingskans. Wordt de opbrengst van de uitgifte gebruikt om te investeren in het bedrijf, of vloeit de cash direct in de zakken van durfkapitalisten?

Verder is het interessant meer over de verkopende partij te weten. Zo lijken IPO's waarbij de aanbieder van de aandelen niet meteen al zijn stukken verkoopt op het eerste oog attractiever. In dit geval is er geen belang bij een (te) hoge introductiekoers. Het is geen Wet van Meden en Perzen, maar het pakte vooralsnog goed uit bij kabelbedrijf Ziggo, verzekeraar NN en chemiedistributeur IMCD.

INSCHRIJVEN EN WEGWEZEN

Meten is weten. Kunnen beleggers profiteren van koersvorming rondom een beursgang? Voor een antwoord op die vraag verzamelden we de gegevens van alle beursgangen op het Damrak tussen 1995 en eind maart 2015 en analyseerden we de koersrendementen.

Uit de database met 76 IPO's blijkt dat dag één in het leven van een beursfonds een groot feest is. Bij maar liefst driekwart van de beursnieuwelingen was sprake van een positief rendement op de dag van de introductie. Gemiddeld bedroeg het voor algehele marktbevingen gecorrigeerde rendement zelfs 14,5 procent (zie kader: Het onderzoek in een notendop). Toegegeven: hier zitten uitschieters naar boven tussen uit de hosannajaren negentig, toen technologiebedrijven als Landis, SNT Groep en Tie Kinetix in één dag ruimschoots in beurswaarde verdubbelden. Maar ook als voor deze uitschieters gecorrigeerd wordt, blijft een riant dagrendement over van iets meer dan 7 procent.

Het lijkt een winstgevende strategie om op een IPO in te schrijven en tegen het einde van de eerste handelsdag weer uit te stappen, in jargon ook flipping genoemd. Het is algemeen bekend dat zakenbanken die betrokken zijn bij de introductie de koers ondersteunen op de eerste handelsdag. Er is deze partijen veel aan gelegen om de beursdag tot een succes te maken. Een mislukte operatie is immers slechte reclame waardoor toekomstige fees worden misgelopen. Die fees bedragen alles bij elkaar snel 3 tot 5 procent van de emissieopbrengst voor partijen als zakenbankiers, juridisch adviseurs en accountants.

HET LIJKT EEN
WINSTGEVENDE
STRATEGIE OM
OP EEN IPO IN TE
**SCHRIJVEN EN
TEGEN HET EINDE
VAN DE EERSTE
HANDELSDAG
WEER UIT TE
STAPPEN**

De inschrijven-en-wegwezen-strategie is overigens niet risicoloos. Er waren ook IPO's met een negatief rendement op de dag van de beursintroduktie. Ook vreten transactiekosten het rendement aan.

PIJNLIJKE ZIT

Op de langere termijn zijn de rendementen een stuk minder florissant. Maar liefst driekwart van de fondsen weet in de eerste drie jaar van het beursbestaan de markt niet bij te benen. Een kleine tien bedrijven, waaronder de internetbedrijfjes KPNQwest, UPC en Newconomy, gingen zelfs failliet. Dat betekent een rendement van minus 100 procent. Andere bedrijven, waaronder World Online (koersverlies minus 82 procent), werden voor een fractie van de introductiekoers overgenomen.

Gemiddeld bedroeg het voor marktbevingen geschoonde rendement in de drie jaar na de introductie 0,34 procent. Dat is weinig imposant. Gegeven alle risico's bij IPO's lijkt het er op dat een belegger zijn geld beter kan beleggen in een indexvolger (etf) van bijvoorbeeld iShares, Think of Lyxor.

Waarschijnlijk is deze 0,34 procent zelfs nog iets te rooskleurig. Een handjevol internetbedrijfjes ging ruim voor het knappen van de internetbubbel naar de beurs. Zo konden bedrijfjes als Baan (plus 90 procent), Computer Service Solutions (215 procent) en UCC (101 procent) modervette driejaarsrendementen noteren alvorens roemloos ten onder

HET ONDERZOEK IN EEN NOTENDOP

De VEB onderzocht de rendementen op de dag van en in de drie jaar na een beursgang. Voor een eerlijke vergelijkingsbasis trokken we het marktrendement van de IPO-rendementen af om te corrigeren voor marktfluctuaties die alle bedrijven troffen. Dit geldt voor alle rendementen die in het kader van het onderzoek genoemd worden.

De resultaten in een notendop:

- In het onderzoek namen wij alleen volwaardige beursgangen mee. Zodoende zijn splitsingen, spin-offs en tweede noteringen buiten het onderzoek gehouden. Ook zijn beursgangen waarbij data ontbraken niet meegenomen. Bij elkaar gaat het om een totaal van 76 beursgangen sinds 1995.
- De eerste dag in het leven van een beursfonds is een groot feest. Gemiddeld bedraagt het rende-

ment op de dag van de beursintroduktie 14,5 procent. Hier blijft ongeveer de helft van over als we corrigeren voor buitengewone ééndagsrendementen in de internetmanie.

- De kater volgt in de drie jaar na de beursgang. Het rendement over deze periode bedraagt gemiddeld 0,34 procent. Als we corrigeren voor de internetbedrijven duikt het percentage zelfs onder nul.
- Verscheidene onderzoeken laten een soortgelijk koerspatroon zien in andere landen. Er is wel een kanttekening: de analyse gaat uit van gemiddelde rendementen, maar de spreiding rondom het gemiddelde is groot. Het kan dus dat (sommige) aandelen dalen op de dag van de beursintroduktie of stijgen in de drie jaar die volgen.

te gaan en alle beurswaarde kwijt te raken. Als voor de jaren negentig wordt gecorrigeerd duikt het gemiddelde rendement in de drie jaar na de beursgang onder nul.

Het gevonden koerspatroon op het Damrak – een vet rendement op de introductiedag, maar een teleurstellend rendement in de jaren daarna – komt overeen met andere onderzoeken. Zo becijfert econoom Jay Ritter, verbonden aan de universiteit van Florida en een autoriteit op het gebied van IPO's, een positief effect op de eerste dag van de listing van 22,3 procent op basis van ruim zeventienduizend beursintrodukties in de Verenigde Staten tussen 1980 en 2008. Maar in de drie jaar die volgen ligt het rendement van de IPO-aandelen gemiddeld 20 procent onder het marktrendement.

INSCHRIJVEN OF NIET?

De matige lange-termijn koersprestaties bij IPO's maken dat beleggers extra waakzaam moeten zijn als een bedrijf beursaspiraties heeft. De categorie helemaal overslaan lijkt overdreven. Een aantal introducties – waaronder ASML in 1995 (plus 617 procent in drie jaar) – was zeer succesvol.

Maar door de opgelopen koersen zijn de bedrijven in de AEX al tijden niet goedkoop meer te noemen. De aandelen handelen op een gemiddelde koers-winstverhouding voor dit jaar van bijna 18. Hoewel we niet in de buurt zijn van de euforie van eind jaren negentig, is dit ruim boven het langjarig gemiddelde van een kleine 13. Dit vraagt om extra oplettendheid van beleggers bij IPO's.





Foto KOEN VAN WEELE/ANP

BELEGGER



ONTMOET BEURSFONDS

Het voorjaar is traditioneel het moment waarop beleggers en bestuurders met elkaar in gesprek gaan tijdens de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering. Een impressie van de vergadering bij een vijftal prominente AEX-bedrijven.



ASML

Dertig jaar geleden begonnen als nietig onderdeel van Philips, maar op eigen benen laat ASML de oude moeder in termen van beurswaarde inmiddels de hielen zien. Op de beurs is de wereldmarktleider ruim 40 miljard euro waard, tegen 25 miljard euro voor Philips.

ASML was in 2014 met een recordomzet van 5,9 miljard euro goed op stoom. Bestuursvoorzitter Peter Wennink betitelde het Heineken slaagt er onvoldoende in om overnames te laten bloeien, aldus cfo Hooft Graafland als 'excellent' en het net afgesloten eerste kwartaal als 'bemoedigend'. Hij wilde maar zeggen: de chipmachinefabrikant ligt op koers om in 2020 de beoogde tien miljard euro omzet te halen met een bruto-winstmarge van 50 procent (2014: 43 procent).

KRACHTIGE CHIPS

Dé groeimotor voor het hightech-bedrijf is nog altijd de lithografie-machine, met een prijskaartje van al snel 80 miljoen euro, die met de nieuwste EUV-technologie (extreme ultraviolet) werken. ASML

verkocht vorig jaar zeven van dergelijke machines. Vorige maand zette Wennink zijn krabbel onder een order voor nog eens vijftien stuks. Met die kolossen groter dan de gemiddelde woonkamer kunnen klanten als chipmaker Intel de kleinste, zuinigste en krachtigste chips snijden. Verder voorziet de topman dat China stormachtig gaat groeien. Ook haalt ASML inmiddels een kwart van de jaaromzet binnen met onderhoud aan eerder geleverde machines.

DIVIDEND

Voor de verstokte dividendbeleggers is ASML niet de meest voor de hand liggende belegging. Wennink wil zich niet vastleggen op een bepaald uitkeringspercentage van de jaarwinst, maar zei wel een 'bestendig groeiend dividend' na te streven. Dit jaar 9 eurocent meer dan vorig jaar: 70 eurocent per aandeel.

HEINEKEN SLAAGT ER ONVOLDOENDE IN OM OVERNAMES TE LATEN BLOEIEN, ALDUS CFO HOOFT GRAAFLAND

DSM

DSM heeft er in een kwart eeuw twee heuse metamorfoses opzitten. Eerst de draai van mijnbouw naar gas en bulkchemie en vervolgens naar voedingsingrediënten, biotechnologie en hoogwaardige kunststoffen. Die laatste fase van het vijfjarenplan van topman Feike Sijbesma, dat tot eind 2015 loopt, gaat niet zonder horten of stoten.

Het Heerlense concern heeft een stroef jaar achter de rug met een nettowinst van 145 miljoen euro, het laagste resultaat sinds 2003. Winstgroei en het rendement op geïnvesteerd kapitaal kwamen lager uit dan voorzien, onder andere doordat de verwachte groei in de BRIC-landen was overschat.

Maar volgens Sijbesma is het dieptepunt nu achter de rug. De eerste kwartaalcijfers waren weliswaar nog niet overtuigend, dit jaar moet het bedrijfsresultaat (ebitda) hoger uitkomen dan de 1,6 miljard euro van 2014, vooral dankzij valutarugwind. Kostenbesparingen en efficiënter werken bij Nutrition (vitaminen en enzymen voor mens en dier, conserveringsmiddelen, geurstoffen) moeten de rest doen.

HEINEKEN

Heineken is door drie grote overnames in vijf jaar tijd allang niet meer de bescheiden bierbrouwer van weleer. Groeien kost echter geld. Vertrekkend financieel directeur René Hooft Graafland erkende op de vergadering dat het derde bierconcern ter wereld er nog onvoldoende in slaagt om overnames te laten bloeien.

Het rendement op het eigen vermogen van Heineken zakte van 20 procent in 2008 tot 13 pro-

cent in 2014. Dat is minder dan het gemiddelde rendement van 15 procent die de brouwer de laatste tien jaar wist te behalen.

VERSLECHTERING

De reden voor de verslechtering is eenvoudig: door overnames wist Heineken sinds 2008 de winst weliswaar met 80 procent te laten stijgen tot 1,8 miljard euro, maar het eigen vermogen dat hiervoor nodig was, verdriedubbelde tot 13,5

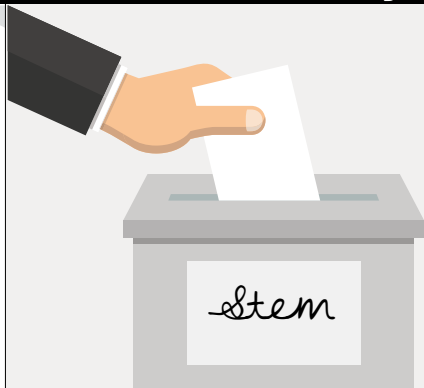
miljard euro vanwege de forse prijs die Hooft Graafland en topman Jean-François van Boxmeer voor overnames neertelden.

Zo betaalde het concern tussen de 13 en 23 keer de winst (ebitda) voor de acquisities van het Scottish & Newcastle (2008), Femsma (2010) en APB (2012).

AFREKENEN

Door grif te betalen voor deze bedrijven is het lastig om een

rendement te behalen dat in de buurt komt van het niveau van 2008. "We moeten blijven investeren en overnames doen om bij te blijven. Tegelijkertijd worden de prijzen voor mogelijke prooiën almaar hoger omdat de markt voor brouwers opdroogt", zei Hooft Graafland. Volgens hem kunnen aandeelhouders het bestuur pas over een aantal jaren afrekenen op de investeringen die zijn gedaan.



TIK OP DE VINGERS: NEE!

Bestuur en commissarissen loodsen ook dit jaar de meeste agendapunten zonder al te veel oppositie door de aandeelhoudersvergadering [ava]. Maar soms zat het tegen.



Tegen:
TNT Express

President-commissaris Antony Burgmans kreeg een motie van wantrouwen te verwerken. 17 procent was tegen de herbenoeming van de voormalige Unilever-topman bij TNT Express.

De pakketbezorger is al jaren aan het reorganiseren zonder eenduidige strategie, maar beschikt wel over een enorme kas. Daags voor de ava bleek dat het Amerikaanse FedEx het Hoofddorpse concern wil inlijven voor 8 euro per aandeel.



Onthouden:
Fugro

Sinds Boskalis zich vanaf november vorig jaar gefaseerd inocht bij bodemonderzoeker Fugro, zijn de beide topmannen geen vrienden geworden. Boskalis-topman Peter Berdowski heeft inmiddels een kwart van Fugro in handen en onthield zich van het verlenen van 'decharge' aan bestuur en commissarissen. Dat hadden ze bij Fugro nog niet eerder meegemaakt. Berdowski blijft ondertussen herhalen niet uit te zijn op een overname van het bedrijf actief in bodemonderzoek en cartografie dat in een eerder meegemaakte crisis verkeert.



Onthouden:
TMG

Groootaandeelhouder Dasym (20 procent) onthield zich ook van stemming wat betreft decharge aan het bestuur en commissarissen bij de Telegraaf Media Groep. Dat was een onverwacht signaal. Luttele uren voor de ava maakte TMG-baas Geert-Jan van der Snoek nog bekend met datzelfde Dasym een strategisch partnership te willen starten dat moet investeren 'in nieuwe, innovatieve distributiemodellen en in ontwikkelbedrijven in kansrijke digitale domeinen op gebied van e-gaming, e-gambling en e-health'. Botman bleef er richting *Het Financieele Dagblad* onverschillig over. "Ik stem alleen voor of tegen bij relevante zaken op de agenda. Dan telt je stem echt mee."



Tegen:
Macintosh

Retailconcern Macintosh kreeg ook een tik. Twee grotere beleggers, waaronder investeringsmaatschappij Darlin van Frederik van Beuningen, met samen bijna 11 procent van de aandelen, wilden niet dat de worstelende uitbater van Dolcis, Manfield en Kwantum nieuwe aandelen zou kunnen gaan uitgeven. Zij stemden daarom tegen de zogeheten emissiemachtiging. Volgens Van Beuningen heeft Macintosh door de verkoop van onderdelen voldoende geld in kas.

PHILIPS

"We gaan een beslissing nemen om het licht aan te laten", zei president-commissaris Jeroen van der Veer van Philips seconden voordat beleggers via hun stemkastjes mochten oordelen over het splitsingsplan van topman Frans van Houten.

In de Amsterdamse Beurs van Berlage op steenworp afstand van de Amsterdamse effectenbeurs hield Philips zijn historische aandeelhoudersvergadering. Het oude conglomeraat is verleden tijd nu het elektronicaconcern de aloude lichtdivisie, de bakermat van het 123 jaar oude Philips, gaat afstoten. De overblijvende onderdelen gezondheidzorg (healthcare) en consumer lifestyle (tandenborstels, scheerapparaten, keukenmachines) worden samengevoegd.

UITGESPLITST

Het lichtonderdeel, vorig jaar met een omzet van 7 miljard goed voor een derde van de totale Philips-

verkoop, zal onderhands worden verkocht of een eigen beursnotering krijgen. Volgend jaar moet de verzelfstandiging zijn beslag gaan krijgen. Philips is hierdoor helemaal uitgesplitst: televisie, audio, video en lichtonderdeel Lumileds gingen al eerder de deur uit.

Als aparte bedrijven kunnen gezondheidstechnologie en het lichtonderdeel meer uitrichten, zei Van Houten. Hij verwees naar NXP en ASML als "kinderen van Philips die volwassen en succesvol zijn geworden omdat er grote investeringen zijn gedaan in de toekomst". "Ik denk dat we er trots op mogen zijn dat NXP en ASML mooie bedrijven zijn geworden. Daarbij kun je je afvragen of dat ook zo'n succesvolle bedrijven zouden zijn als ze allebei onderdeel waren gebleven van de Philips-holding", aldus Van Houten.

Het hoofdkantoor van de lichtdivisie komt op de plek waar het allemaal begon: Eindhoven.

UNILEVER

Volgens Paul Polman heeft voedings- en wasmiddelenconcern Unilever, bekend van merken als Dove, Axe, Lipton en Magnum-ijs, het 'meest uitdagende jaar' sinds zijn binnenkomst begin 2009 achter de rug. De omzetgroei haperde, China was een probleemgeval en ook de gestegen buitenlandse valuta lieten hun sporen in de resultaten na.

Waar Unilever desondanks wel behoorlijk in slaagt, is om een aantrekkelijk rendement te halen op het geïnvesteerde kapitaal (de totale bezittingen verminderd met 'gratis' financiering door crediteuren). In 2014 lag dat percentage voor het eerst boven de 20 procent. In tegenstelling tot bijvoorbeeld Heineken

en concurrent Nestlé was Unilever juist terughoudend met grote acquisities die aan het rendement kunnen vreten.

OVERNAME

In reactie hierop zei Polman dat grote of kleine overnames mogelijk blijven. "Als we de juiste mogelijkheid zien, zullen we het doen."

De echte miljardenovernames mag Unilever dan weliswaar tijdens zijn regeerperiode niet gedaan hebben, bedrijven die wel zijn opgeslokt, draaien volgens Polman goed. Zijn grootste wapenfeit was het inlijven van Alberto Culver in 2010 voor 2,7 miljard euro. Hij noemde de overname 'onze beste investering van de afgelopen vijf jaar'.

VRAAG HET DE VEB

De experts van de VEB-Beleggersservice staan dagelijks honderden aangesloten beleggers te woord. In elke Effect behandelen ze een aantal veelgestelde vragen. U vindt meer antwoorden via veb.net/vraaghetdeveb.

1 IK WIL MIJN EFFEC- TENPORTEFEUILLE OVERBOEKEN NAAR EEN ANDERE BANK, HOE PAK IK DAT AAN?

Bij uw nieuwe bank kunt u informeren of een overstap- of overboekservice beschikbaar is. Is dat het geval en maakt u hiervan gebruik, dan stuurt uw nieuwe bank het aanvraagformulier naar de oude bank. De oude bank levert vervolgens de effecten aan de nieuwe.

Voordat u gebruik maakt van de overstapservice doet u er goed aan te vragen of alle effecten bij de nieuwe bank beschikbaar zijn en welke eventuele kosten of vergoedingen van toepassing zijn. Een aantal partijen, met name de grootbanken, brengt kosten in rekening voor het wegboeken van effecten. Indien dit zo is, kunt u bij uw nieuwe bank vragen of deze de kosten vergoedt. In veel gevallen is de nieuwe bank of broker namelijk bereid de kosten te vergoeden. Daar kunnen wel maximaal verbonden zijn.

Houd er rekening mee dat u binnen de overboektermijn niet kunt handelen in de betreffende effecten.

2 WAAROP MOET IK LETTEN BIJ DE SELECTIE VAN EEN VERMOGENSBE- HEERDER?

Voordat u besluit in zee te gaan met een vermogensbeheerder, doet u er goed aan u te laten informeren over onder meer:

- de doelstellingen van het beheer: de termijn en het verwachte rendement binnen uw risicoprofiel;
- de opbouw van de portefeuille: de beleggingscategorieën en verdeling, vooraf kunt een portefeuillevoorstel opvragen;
- het beheer: actief (fondsen, individuele aandelen, etc.) of passief (trackers of indexvolgende fondsen);
- de (beheers)kosten: een totaal van alle kosten voor het beheer (ook eventuele prestatiebeloning) en de transacties in het eerste jaar en daarna;
- overige kosten: bewaarloon of service fee, maar ook valutakosten bij buitenlandse effecten en de lopende kosten van de producten (eventueel betreffen het huisfondsen);
- verslaglegging: de manier en de frequentie waarop verslag aan u

wordt uitgebracht;

- verhandelbaarheid producten: bij liquide producten kunnen beleggers makkelijk uitstappen;
- de beheerder: wie het beheer voert en op welke wijze u contact kunt onderhouden;
- aansluiting bij het KiFiD: in het geval de vermogensbeheerder bindend is aangesloten bij het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening is bij een eventueel conflict een laagdrempelige toetsing mogelijk.

3 RABOBANK HEEFT ZOGEHETEN COCO'S UITGEGEVEN, WAT IS HET VERSCHIL MET DE RABOBANK CERTIFICATEN?

Het meest zichtbare verschil is de couponrente. De jaarlijkse couponrente voor de Rabobank Certificaten bedraagt 6,5%. De couponrente van de verschillende 'contingent convertible obligaties', ofwel 'coco's' die Rabobank heeft uitgegeven bedraagt 5,5% of hoger.

Hoewel het in beide gevallen gaat om een (let op) achtergesteld product, schuilt achter de coco een

unieke karakteristiek: coco's zijn af te schrijven wanneer het kernkapitaal onder een bepaalde grens zakt. Bij de Rabobank Certificaten is deze optie niet van toepassing, maar in een dergelijk scenario kan wel de beurskoers onder druk komen.

Recent heeft de Autoriteit Financiële Markten gewaarschuwd voor de risico's van beleggen in coco's. Die risico's zijn voor professionele beleggers al moeilijk in te schatten, voor particuliere beleggers geldt dat in nog grotere mate.

4 VAN ABN AMRO ONTVING IK EEN BE- RICHT DAT IK VOOR MIJN STAMRECHT B.V. EEN ZOGEHETEN LEI-NUMMER MOET AANVRA- GEN, KLOPT DIT?

Een marktpartij moet een LEI-nummer aanvragen als zij onder de reikwijdte van de European Market Infrastructure Regulation ('EMIR') valt. Hoewel EMIR zich hier niet expliciet over uitlaat, vallen bijvoorbeeld pensioen BV's, beleggingsstudieclubs of stamrecht BV's, die in de regel geen professionele partijen/ondernemingen zijn die beroeps- of bedrijfsmatige activiteiten verrichten, naar het zich laat aanzien niet onder de reikwijdte van EMIR. In dat geval hoeven deze niet aan de verplichtingen die EMIR stelt te voldoen.

Indien u van uw bank of beleggingsinstelling hierover een brief ontvangt die stelt dat u wel een LEI-nummer moet aanvragen, raadt de VEB u aan te benadrukken/vol te houden dat u meent (zowel nu als in de toekomst) niet aan de EMIR-verplichtingen te hoeven voldoen.

Let op: professionele partijen/ondernemingen die beroeps- of bedrijfsmatige activiteiten verrichten (met hun BV) vallen volgens de VEB wél onder de reikwijdte van EMIR. Dit ongeacht de schaalgrootte van de derivatentransacties, al gelden voor grote spelers bijvoorbeeld wel nog zwaardere verplichtingen.

Volgens Catherine LeGraw van de gerenommeerde vermogensbeheerder GMO is het in de geschiedenis nooit eerder voorgekomen dat het aantal aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden zo beperkt was. Vrijwel alle beleggingen zijn momenteel te duur. De kans dat ze daardoor op middellange termijn een negatief rendement opleveren is groot.

BELEGGINGSSTRATEEG BLIJKT

THE QUEEN OF CASH

Het is een opmerkelijk contrast. Op opgewekte, bijna vrolijke toon en met een brede glimlach verkondigt Catherine LeGraw een uiterst sombere boodschap.

De beleggingsstrategie werkt bij het asset allocatie team van de Amerikaanse vermogensbeheerder GMO, die 118 miljard dollar beheert. Ze is overgevlogen uit Boston, om cliënten uit te leggen waarom haar vak op dit moment moeilijker dan ooit is.

LeGraw – halverwege de dertig en een stevig Amerikaans accent – bladert druk door paperassen van de vermogensbeheerder om met grafieken en tabellen de miserabele vooruitzichten van de huidige markten aan te tonen.

“In 2007 waarschuwden we voor bubbelvorming in de vastgoed- en aandelenmarkten, maar toen kon een belegger nog schuilen in obligaties, die relatief aantrekkelijk geprijsd waren”, aldus LeGraw. Uit analyses van de vermogensbeheerder blijkt dat er anno 2015 bijna geen aantrekkelijke beleggingen meer te vinden zijn.

Het is niet voor het eerst dat de vermogensbeheerder pessimistisch is. Voorman Jeremy Grantham – de ‘G’ in GMO – waarschuwde voor de internetbubbel richting het einde van de vorige eeuw en voorzag de ineensstorting van de Amerikaanse huizenmarkt enkele jaren later.

Opnieuw waarschuwt GMO bij monde van LeGraw voor overwaarderingen, en legt zij uit hoe

GMO het vermogen van klanten beschermt in een wereld waarin bijna alle beleggingscategorieën veel te duur zijn.

Wat is het vooruitzicht voor een belegger die nu met pensioen gaat?

“In één woord: verschrikkelijk. Zowel de vooruitzichten voor aandelen als obligaties zijn weinig rooskleurig. Ik sluit niet uit dat de komende tien jaar een verloren decennium wordt, vergelijkbaar met de situatie in de jaren zeventig. Tussen 1970 en 1980 lieten aandelen en obligaties in de Verenigde Staten een voor inflatie gecorrigeerd rendement zien van respectievelijk min 1,4 procent en min 1,2 procent. Voor pensioengerechtigden was



Beeld: ALEX DE GROOT



GMO-kopstuk Catherine LeGraw tijdens een conferentie in Amsterdam

'IK SLUIT NIET UIT DAT DE KOMENDE TIEN JAAR EEN VERLOREN DECENNIUM WORDT, VERGELIJKBAAR MET DE SITUATIE IN DE JAREN ZEVENTIG'

er gelukkig een krachtig herstel van financiële markten in de jaren tachtig,, waardoor een deel van de schade kon worden goedgemaakt."

Hoe richt GMO zijn portefeuille in bij deze erbarmelijke vooruitzichten?

"We houden relatief veel cash aan voor onze klanten. Wij denken dat het verstandig is om het kruit droog te houden voor het moment dat zich betere beleggingsmogelijkheden aandienen.

Een kwart in obligaties. Is dat niet veel met al die negatieve rendementen?

"Ja, maar wij beleggen niet volgens de traditionele manier in obligaties. We nemen bijvoorbeeld ook shortposities in waardoor wij profiteren van rentestijgingen. Al met al is de duratie (rentegevoeligheid) van de combinatie van vastrentende strategieën momenteel bijna nul.

Uit de modellen van GMO blijkt dat ook aandelen op dit moment overgewaardeerd zijn. Waarom kiest u er desondanks voor om toch 41 procent van het beleggingsgeld hierin te beleggen?

"Het is waar dat de meeste aandelen duur zijn, maar de overwaardering is niet overal gelijk. Zo zijn opkomende markten achtergebleven in vergelijking met ontwikkelde markten. In onze ogen zijn deze aandelen nu relatief gezien

redelijk gewaardeerd, wat wil zeggen dat we een rendement van ongeveer 5 procent verwachten in de komende jaren. Bijna de helft van onze aandelenportefeuille bestaat daarom uit aandelen uit opkomende landen.

Maar er is ook een andere reden waarom we nog steeds stevig in aandelen beleggen, ondanks de hoge waarderingen. De mogelijkheid bestaat dat het ruime beleid van centrale banken nog lange tijd aanhoudt. Uit onderzoek blijkt dat de periodes van financiële repressie enorm in lengte kunnen verschillen. Gemiddeld gaat het om periodes van 22 jaar, maar het verleden laat periodes zien van slechts één tot wel 35 jaar. Aangezien we er op dit moment pas vijf jaar kwantitatieve verruiming op hebben zitten, en aandelen in een scenario van repressie de 'lesser of two evils' zijn, vinden we het niet onverstandig om de blootstelling aanzienlijk te houden."

Zijn er nog kansen in Europa?

"Het is maar wat je Europees noemt. Grote bedrijven als Unilever en Nestlé zijn in zoveel landen actief dat zij net zo goed een notering in New York, of iedere andere stad, zouden kunnen hebben. Door de grote belangstelling voor dit type multinationals vinden we de waarderingen steeds minder aantrekkelijk.

Op dit moment zit de meeste waarde binnen het spectrum van Eu-

ropese aandelen in cyclische bedrijven. Denk bijvoorbeeld aan telecombedrijven die een grote blootstelling hebben aan lokale economieën, en zullen profiteren van het herstel in de landen waar ze actief zijn. Maar ook hier bouwen we vanwege de opgelopen koersen langzaam onze posities af. Toch is Europa nu voor beleggers veel aantrekkelijker dan de Verenigde Staten."

Hebben jullie helemaal niets belegd in de Verenigde Staten?

"In de Verenigde Staten zijn de koersen van de meeste ondernemingen harder opgelopen dan de winsten. We beleggen momenteel voornamelijk in kwaliteitsaandelen; de aandelen van bedrijven met een consistente en hoge winstgevendheid en weinig schulden. Deze aandelen zijn relatief gezien een stuk aantrekkelijker geprijsd dan de brede markt in de Verenigde Staten. Deze portefeuille bestaat uit tientallen namen waaronder Coca-Cola, Procter & Gamble en Johnson & Johnson, maar ook gevestigde bedrijven uit de technologiesector zoals IBM en Microsoft.

Deze aandelen hebben de afgelopen tijd buitengewoon goed gepresteerd. Het zijn nog steeds de meest aantrekkelijke aandelen in de Verenigde Staten. Maar vanwege de opgelopen koersen verkopen wij nu ook deze aandelen langzaam maar gestaag."

Hoe bepaalt GMO de verdeling van het geld binnen de categorie aandelen?

"We verdelen wereldwijde aandelen in zo'n vijftig verschillende groepen. Van al die groepen berekenen we de rendementsperspectieven op de middellange termijn. De belangrijkste maatstaf om dit rendementsperspectief te bepa-

len is waardering. Een aandeel dat voor tien keer de winst te koop is, heeft over het algemeen een veel beter rendementsperspectief dan een aandeel dat voor twintig keer de winst noteert.

Vervolgens kijken we of we een gespreide portefeuille kunnen bouwen met een zo aantrekkelijk mogelijke verhouding tussen rendement en risico. Hierbij wil ik benadrukken dat we de exacte percentages in onze prognoses niet al te serieus nemen. Het is niet zo dat we zeker menen te weten dat opkomende markten een rendement zullen realiseren van 4,9 procent per jaar in de komende zeven jaar. Maar onze prognoses geven wel een duidelijk beeld van de relatieve aantrekkelijkheid van verschillende beleggingscategorieën ten opzichte van elkaar. Zo zijn aandelen van opkomende markten volgens onze prognoses veel aantrekkelijker geprijsd dan bijvoorbeeld small-cap aandelen in ontwikkelde markten en de aandelen van de brede markt in de Verenigde Staten. De precieze verdeling binnen onze portefeuilles is overigens niet de uitkomst van een wiskundig model, maar het resultaat van een discussie tussen de strategen."

Een hoge waardering is toch niet het enige risico van een belegging?

"Naast het belangrijke waarderingsrisico, beoordelen we beleggingen op drie soorten risico om te bepalen of deze interessant zijn om op te nemen in de portefeuille. Allereerst stellen we ons de vraag wat er gebeurt met een belegging als er een economische schok plaatsvindt. Cyclische aandelen zullen, als de economie een klap krijgt, bijvoorbeeld harder onderuit gaan dan kwaliteitsaandelen of obligaties.

Daarnaast maken we een in-

schatting van de impact die een inflatieschok heeft op een belegging. Zo daalt een obligatie in waarde als de inflatie onverwacht stijgt. Het derde risico is een liquiditeitschok. Als lange-termijn-beleggers vinden we dit risico het minst relevant, omdat er fundamenteel niets aan de belegging verandert. Maar aangezien je in een liquiditeitschok alleen tegen een dump prijs je belegging kunt verkopen, verlies je flexibiliteit en daar willen we een premie voor ontvangen.

Vanzelfsprekend willen wij een vergoeding voor deze risico's in de vorm van een hoger verwacht rendement."

**'ALIBABA IS
AMAZON OP
STEROÏDEN'**



Opvallend is de grote positie van GMO in web-bedrijf Amazon. Amazon maakt nauwelijks winst en is erg duur op de beurs. Dat heeft toch niets met een waardebelegging te maken?

“Op het eerste gezicht lijkt Amazon met een koers-winstverhouding van meer dan 500 bepaald niet goedkoop. Wij menen echter dat deze ratio bij Amazon vertekenend werkt vanwege de enorme investeringen van het bedrijf in opslag- en distributiecapaciteit. Als je corrigeert voor deze investeringen oogt de waardering een stuk aantrekkelijker.

Hetzelfde geldt voor Chinese branchegenoot Alibaba, waarin we

‘STAATSOBLIGATIES DIE EEN NEGATIEF RENDEMENT GEVEN ZOU IK ONDER GEEN BEDING KOPEN. DAN BEN JE ECHT BETER AF MET CASH’

ook beleggen. Alibaba is Amazon op steroiden. Dit bedrijf is in China dominantier dan Amazon in de Verenigde Staten en heeft een veel groter marktaandeel. Onze analisten denken dat Alibaba zijn positie nog lang niet helemaal commercieel heeft uitgebuit.”

Toch vreemd dat een vermogensbeheerder die zo prat gaat op waardebeleggen, een bedrijf als Amazon in de portefeuille opneemt.

“Ons team met fundamenteel analisten duikt diep in de aandelen die zij onderzoeken en dat is ze de laatste jaren goed afgegaan. In een wereld waarin rendement buitengewoon schaars is, maken we graag

gebruik van dit soort kansen om rendement te realiseren.

Amazon en Alibaba maken bij elkaar bijna 5 procent uit van één van onze portefeuilles. Wij vinden dat in de context van de gehele beleggingsportefeuille niet onverstandig.”

Ongeveer 11 procent van die portefeuille bestaat uit alternatieve strategieën. Wat zijn dat?

“Dit gedeelte van de portefeuille wordt belegd volgens slimme strategieën. We constateren bijvoorbeeld dat het aantal overnames in de Verenigde Staten en Europa sterk is toegenomen.

Doordat bedrijven op het moment diepe zakken hebben, mislukken er relatief weinig overnames. Wij proberen hiervan te profiteren door aandelen te kopen die onder het overnamebod noteren. Als de overname slaagt, wordt het rendement verzilverd.

In onze ogen is deze strategie interessant omdat de spread tussen de beurskoers en het overnamebod in historisch perspectief hoog is.”

Voor veel particuliere beleggers is het lastig om dit soort strategieën uit te voeren. Hoe moeten zij de portefeuille inrichten?

“Het is niet alleen lastig om uit te voeren voor particulieren maar ook riskant. Een overname die afketst betekent flink lagere koersen. Voor individuele beleggers adviseer ik op dit moment eenvoudigweg 50 procent aandelen aan te houden en 50 procent cash.

Waarbij ik voor wat betreft aandelen voornamelijk in opkomende landen zou beleggen. Laat me over één ding in ieder geval duidelijk zijn: staatsobligaties die een negatief rendement geven zou ik onder geen beding kopen. Dan ben je echt beter af met cash.”

Analisten buitelen over elkaar heen met koersdoelen voor aandelen. Welke analisten gaven in de laatste drie jaar de beste beleggingsadviezen, en wat zien zij nu als interessante koopkandidaten?

DE BESTE ANALIST VAN NEDERLAND

Op een mooie zomerdag in juni vorig jaar breekt Bam-beleggers het angstzweet uit. De bouwer uit Bunnik komt vroeg in de ochtend naar buiten met een winstwaarschuwing vanwege verliezen van tientallen miljoenen euro's op projecten in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. Het bericht heeft een verwoestende impact op het aandeel: de koers daalt met bijna 30 procent in één dag. In de dagen die volgen blijft het aandeel onder druk staan uit angst dat het bestuur, toen nog onder leiding van topman Nico de Vries, niet 'in control' is.

Grote beleggers in Bam als Van Herk, ING en Delta Lloyd zagen de waarde van hun aandeel in korte tijd halveren. Deze beleggers zullen hebben gehoopt dat zij de rapporten van analisten Luuk van Beek hadden ontvangen, werkzaam voor het Belgische effectenhuis Petercam. De analist had al meer dan een jaar zijn twijfels over de kwaliteit van de projectenportefeuille en adviseerde zijn klanten het aandeel (overwegend) te verkopen.

In de buurt van het dieptepunt, bij een koers van 2,10 euro, vindt Van Beek dat er te veel pijn in de koers zit en draait hij bij. Hij verhoogde zijn advies naar 'kopen'. Sindsdien is het aandeel bijna verdubbeld. "In tegenstelling tot de visie van de meeste analisten heeft Bam grote projectverliezen kunnen vermijden in het laatste jaar", aldus Van Beek in een telefonische toelichting waarin hij terugblijkt op de uitzonderlijke koersrally van Bam. De analist is nog altijd optimistisch over het aandeel.

Van Beek wijst erop dat de balans verbeterd is. "Bam staat er veel beter voor dan driekwart jaar geleden. Natuurlijk is er nog risico op projectverliezen, maar hier staat tegenover dat het herstel van de markt voor winstgroei zal zorgen." Bam-aandelen zijn volgens Van Beek nog

steeds koopwaardig. Petercam geeft een koersdoel af van 4,80 euro.

Ook de adviezen van Van Beek voor de geplaagde bodemonderzoeker Fugro en maritiem dienstverlener SBM Offshore pakten goed uit. Van Beek had het aandeel Fugro op verkopen staan vlak voor de koersval van de bodemonderzoeker in oktober vorig jaar als gevolg van teruglopende inkomsten, knellende bankafspraken en het schrappen van het dividend, maar adviseerde rond de bodem weer in te stappen. "Het aandeel Fugro herstelde snel omdat het bedrijf de juiste stappen neemt om de winst te verbeteren, maar vooral vanwege speculatie over een overname door Boskalis", aldus Van Beek. Hij noemt Fugro een aandeel met 'plussen en minnen' omdat de onderneming afhankelijk is van verbetering van de operationele prestaties in een lastige oliemarkt als een overname uitblijft.

ONDERZOEK

Van Beek scoort hoog op de lijst van analisten die adviezen geven over Nederlandse aandelen, zo blijkt uit onderzoek van de VEB.

We onderzochten hoe de adviezen van de ongeveer tweehonderd analisten die werkzaam zijn voor de dertig grootste effectenhuisen in de laatste drie jaar uitpakten (zie: Het onderzoek in drie stappen).

Op firmaniveau komen de beste adviezen – waarbij gekeken werd naar de outperformance – van de analistenafdelingen van ING (11,9 procent), het Zwitserse UBS (11,6 procent) en Petercam (9,7 procent). De slechtste adviezen kwamen van Credit Suisse (minus 6,08 procent), het Franse Natixis (minus 6,3 procent) en de lokale Duitse Landesbank Baden-Württemberg (minus 7 procent).

FRANSE VASTGOEDKAMPIOEN

In plaats van het onderzoeken van

DE MEESTE ANALISTEN WIJZEN EROP DAT HET ONVERSTANDIG IS OM KLAKKELOOS HUN ADVIEZEN OVER TE NEMEN



de gemiddelde prestaties van analistenhuizen, is het interessanter om de prestaties van individuele analisten te analyseren. Voor de beste Damrak-analist moeten we naar het zakendistrict La Défense in Parijs, waar Michel Varaldo als vastgoedanalist werkzaam is voor de Franse bank Société Générale.

Varaldo was optimistisch over de Nederlandse vastgoedfondsen Unibail-Rodamco, Klépierre (voormalig Corio) en Eurocommercial Properties. De Fransman voorzag dat het lagerentebeleid van de Europese Centrale Bank een katalysator zou zijn voor de koersen van vastgoedfondsen en is nog steeds optimistisch. "Als we uitgaan van een rentevoet van één procent in de eurozone dan kunnen de aandelen van vastgoedbedrijven volgens onze modellen nog 20 procent omhoog", aldus Varaldo. Daarbij hoort wel een keerzijde. Als de rente weer oploopt – vooral als de inflatie niet

BESTE ANALISTEN

Percentage beter dan collega's

Michel Varaldo (Société Générale)	47,8%
Kai Klose (Berenberg)	37,0%
Albert Ploegh (ING)	36,9%
Sachin Soni (Kempen & Co)	34,3%
Luigi Minerva (HSBC)	32,8%
Jarrold Castle (UBS)	29,1%
Jos Versteeg ((Theodoor Gilissen))	27,6%
Hans Slob (Rabobank)	27,4%
Christophe Cherblanc (Société Générale)	26,5%
Pierre Boucheny (Kepler Cheuvreux)	26,1%
Luuk van Beek (Petercam)	24,5%
Yan Derocles (Oddo & Cie)	24,4%
Tobias Sittig (MainFirst Bank)	21,6%
Wim Hoste (KBC Securities)	20,0%
Gael De Bray (Société Générale)	19,5%

Bron Bloomberg

HET ONDERZOEK IN DRIE STAPPEN

In drie stappen naar het rendement van een analist:

1 We berekenen het rendement dat een belegger zou hebben gehaald als hij exact de advieswijzigingen – kopen, houden en verkopen – had gevolgd van een analist voor een specifiek aandeel.

2 Dit rendement wordt afgezet tegen het gemiddelde rendement van alle analisten die hetzelfde aandeel volgen. Doet de analist het beter, dan is sprake van *outperformance*. Als het rendement lager ligt dan het groepsgemiddelde is er *underperformance*.

3 De eerste twee stappen doen we zowel voor een periode van één als voor drie jaar. Vervolgens wordt hier het gemiddelde van genomen. Aan de hand van dit rendementpercentage kan bekeken worden of een analist het beter of slechter doet dan zijn collega's.



'UNIBAIL-RODAMCO HEEFT DE BESTE WINKELCENTRA VAN EUROPA, UITSTEKEND MANAGEMENT EN EEN PIJPLIJN DIE VOL MET NIEUWE PROJECTEN ZIT'

meestijgt – zal de bank de koopadviezen waarschijnlijk weer intrekken, zo stelt Varaldo.

Varaldo, inmiddels twintig jaar analist en in een vorig leven financieel directeur bij de Franse vastgoedmaatschappij Simco, ziet op dit moment veel potentie in Unibail-Rodamco. "Unibail-Rodamco heeft een relatief laag risico omdat het fonds de beste winkelcentra van Europa bezit, uitstekend management heeft en over een pijplijn beschikt die vol met nieuwe projecten zit". Eurocommercial Properties is volgens Varaldo het minst interessant vanwege de opgelopen koers en het feit dat het bedrijf nauwelijks zelf ontwikkelde vastgoedprojecten heeft. Société Générale verlaagde het advies voor het aandeel in april naar houden.

REK UIT REED

Hans Slob, analist bij de Rabobank en nummer acht op de lijst, speelde met zijn adviezen goed in op de koersstijgingen van dataleveranciers Reed Elsevier en Wolters Kluwer. "Reed Elsevier heeft het buitengewoon goed gedaan. Het is een bedrijf met een sterke kasstroom in een defensieve sector. Bovendien heeft het concern een grote blootstelling aan *big data*", aldus Slob.

Door de flinke koersstijgingen van 47 procent en 43 procent in de laatste twaalf maanden voor respectievelijk Reed Elsevier en Wolters Kluwer zijn de waarderingen minder interessant geworden. Rabobank heeft Reed Elsevier onlangs van de favorietenlijst gehaald. "Beide bedrijven hebben door grote belangen in de Verenigde Staten geprofiteerd van de dollarstijging, maar nu lijkt de euro weer aan kracht te winnen", zo besluit Slob.

Voor kansen moeten beleggers het zoeken bij technologiebedrijven. Slob is recent begonnen met het volgen van het Franse kabelbedrijf Altice dat ruim een jaar geleden een

FAVORIETE AANDELEN

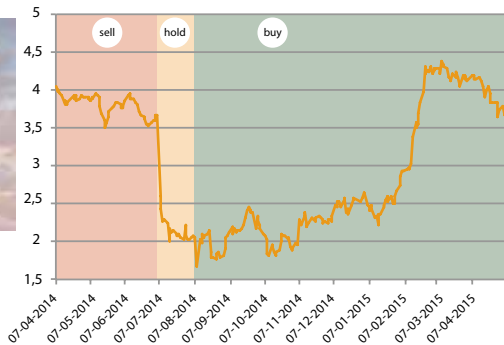
	Aandeel	Koersdoel (euro's)
Michel Varaldo (Société Générale)	Unibail-Rodamco	299
Luuk van Beek (Petercam)	BAM Groep	4,8
	Fugro	28
	SBM Offshore	20
Hans Slob (Rabobank)	Altice	125
	TomTom	9
Jos Versteeg (Theodoor Gilissen)	Shell	31
	ASML	110

Koersdoelen per 8 mei. Bron Bloomberg

STERKE STAALTJES:



**LUUK VAN BEEK
(PETERCAM)**
ZAT GOED BIJ: BAM



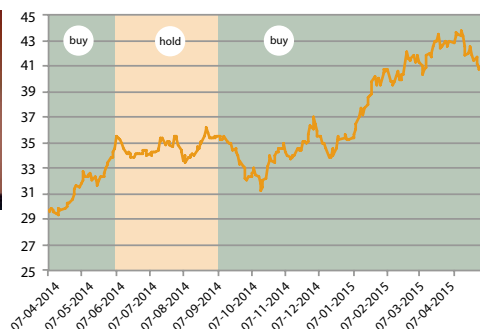
**HANS SLOB
(RABOBANK)**
ZAT GOED BIJ:
REED ELSEVIER



**JOS VERSTEEG
(THEODOOR GILISSEN)**
ZAT GOED BIJ: ASML



**MICHEL VARALDO
(SOCIÉTÉ GÉNÉRALE)**
ZAT GOED BIJ:
EUROCOMMERCIAL



notering kreeg op het Damrak. Het aandeel is flink gestegen, maar Slob ziet ruimte voor hogere koersen. "Altice heeft bewezen dat het succesvol is in overnames. De integratie van recente acquisities, waaronder die van Portugal Telecom, zal voor een verbetering van de marge zorgen", zo voorspelt de Rabo-analist.

Ook TomTom staat op zijn lijstje met kansrijke aandelen. Het bedrijf zal naar zijn verwachting profiteren van de trend naar geautomatiseerd rijden. Bovendien is het bedrijf volgens de analist succesvol in het op de markt brengen van consumentenproducten als sporthorloges en actiecamera's.

ASML BLIJFT AANTREKkelijk

Jos Versteeg, analist bij Theodoor Gilissen, staat zevende op de lijst van best presterende analisten. Zijn beste *stock pick* is chipmachinefabrikant ASML waar hij – ondanks steeds meer scepsis onder analisten over de hoge waardering – positief over bleef. Volgens de analist wordt steeds meer technologie aan elkaar verbonden – het zogeheten *internet of things* – waardoor de wereldwijde vraag naar chips zal toenemen. Het bedrijf uit Veldhoven maakt de machines die nodig zijn om deze chips te maken. "ASML heeft een nieuwe technologie ontwikkeld waardoor chips veel sneller kunnen worden. De enige twee concurrenten van het bedrijf, Canon en Nikon, lopen mijlver achter", aldus Versteeg. "Over vijf à tien jaar is ASML nog steeds de dominante speler." Ook over Shell, voornamelijk vanwege het hoge dividendrendement, is Versteeg positief. Op het lijstje met aandelen waar de

Gilissen-analist minder positief over is, staan KPN en PostNL. Hij vindt deze bedrijven minder interessant omdat ze in een markt opereren die structureel krimpt. Er is een risico dat die krimp ineens kan versnellen. "Bij PostNL zag je in het vierde kwartaal een krimp van rond de 10 procent en dat liep op naar 13,2 procent in het eerste kwartaal." Ook wijst Versteeg op de 'enorme koersval' bij KPN door de overgang van sms naar WhatsApp. "Het kan in één keer heel hard gaan."

NIET KLAKKELOOS OVERNEMEN

De meeste analisten wijzen erop dat het onverstandig is om klakkeloos analistenadviezen over te nemen. De adviezen kunnen het beste gebruikt worden om een uitgebalanceerde portefeuille te construeren.

"Een advies is de beste inschatting die we kunnen geven voor de koers in de toekomst", aldus Van Beek, die benadrukt dat het van belang is "uit te kijken dat je niet een portefeuille krijgt die te veel gericht is op één sector, of vol zit met heel risicovolle aandelen".

Ondertussen maakt de Europese Centrale Bank het werk van analisten niet makkelijker. "De risicoperceptie is verstoord waardoor beleggers bereid zijn veel risico te nemen om rendement te maken", aldus Tobias Sittig. De analist die werkzaam is voor de MainFirst Bank in Frankfurt stelt dat de waarderingen van Europese bedrijven opgerekt zijn. "Soms is het beste wat we kunnen doen analyseren of aandelen ten opzichte van elkaar aantrekkelijk gevalueerd zijn".

Versteeg is optimistischer. Hij verwacht dat de rente nog lang laag zal blijven door het obligatieopkoopprogramma en de lage economische groei waardoor 'het hele huis omhoog wordt getild'. Versteeg: "In dit klimaat zijn aandelen met een stabiel dividend zoals Shell, Unilever of Nestlé favoriet."

**'IN DIT KLIMAAT ZIJN
AANDELEN MET EEN
STABIEL DIVIDEND
ZOALS SHELL,
UNILEVER, OF
NESTLÉ FAVORIET'**

Veel beleggers zien vastgoedaandelen als aantrekkelijke dividendbetalers door hun relatief stabiele huuropbrengsten. Gespreid beleggen in vastgoedaandelen kan via beleggingsfondsen. Wij namen vier Nederlandse vastgoedfondsen de maat.

NEDERLANDS FONDSBELEGGEN IN STENEN



Door de lage rente zijn schulden goedkoper dan ooit en dat is goed nieuws voor de vastgoedsector die drijft op bankkredieten om panden aan te kopen. Via beleggingsfondsen is het eenvoudig om het risico te spreiden over meerdere vastgoedportefeuilles. Beleggen in vastgoed kan grofweg op twee manieren: actief, waarbij een fondsmanager aandelen van kansrijke vastgoedfirma's kiest. Of passief via een fonds dat een vastgoedindex volgt, een mandje waarin een groep vastgoedaandelen vertegenwoordigd zijn. Beleggers kunnen voor beide smaken bij Nederlandse aanbieders terecht. Wij beoordeelde vier van dergelijke fondsen, twee passieve en twee actieve.



Waarop letten bij beleggen in vastgoed?

Veel beleggers zien vastgoedfondsen als aantrekkelijke dividendbetalers door hun relatief stabiele huuropbrengsten. Dat dit niet altijd opgaat, werd de afgelopen jaren duidelijk bij een bedrijf als NSI. Dit beursgenoteerde vastgoedfonds richt zich vooral op de kantorenmarkt en juist die verkeert al lange tijd in deplorabele staat. Andere bedrijven zoals Unibail-Rodamco,

laten zien dat er ook winnaars zijn. Door de goede panden te bezitten – bij Unibail zijn dat winkelcentra op toplocaties in grote steden – zijn er nog relatief veel huurders.

Naast locatie en type pand is ook de [lage] rente een belangrijke factor bij vastgoed. Veel vastgoedbedrijven financieren een groot deel van hun panden met vreemd

vermogen. Door de lage rente vallen de kosten mee wat hogere winsten kan betekenen als de huuropbrengsten op peil blijven. Dat laatste aspect is er een om rekening mee te houden. Kunnen vastgoedbedrijven de huurprijzen hoog houden in een maar mondjesmaat groeiende economie? Want dat was nu juist de achterliggende oorzaak van de lage rente.

1

PASSIEF VASTGOEDBELEGGEN

Passief beleggen is synoniem aan het volgen van een index. De fondsbeheerder in kwestie wordt betaald om de beleggingen

van een aandelenmandje (index) te volgen en dezelfde rendementen te behalen als de vergelijkingsindex. Er zijn verschillende passieve fondsen te koop in Nederland,

waaronder die van grote partijen als iShares, Lyxor en Amundi. Beleggers die willen kiezen voor producten uit Nederland kunnen terecht bij Kempen en ThinkCapital.

THINK GLOBAL REAL ESTATE UCITS ETF

ISIN-CODE: NL0009690239

WAT IS HET?

DeThink Global Real Estate UCITS ETF is een eenvoudig te doorgronden product. Deze tracker (etf, indexfonds) van ThinkCapital, onderdeel van online-broker Binck, belegt in de Think Global Real Estate Index, waarin de 25 grootste en best verhandelbare vastgoedbedrijven ter wereld vertegenwoordigd zijn. De 25 aandelen krijgen eenmaal per jaar, in maart, een gelijke weging van 4 procent (1/25).

WAARIN WORDT BELEGD?

Bij de grote jongens zit maar één 'Nederlandse' naam: Unibail-Rodamco. De overige aandelen zijn vooral van Amerikaanse origine. Het gaat

hier om grote spelers als Simon Property Group, dat net als Unibail-Rodamco winkelcentra verhuurt maar dan in de VS, en de Health Care Reit die onder meer in seniorencentra investeert.

RENDEMENTEN, RISICO'S EN KOSTEN?

De etf van Think kent met 25 aandelen een goede spreiding. Ook zorgt Think er jaarlijks voor dat een regio – Noord-Amerika, Europa en Azië – niet boven de 40 procent uitkomt. De passieve strategie heeft heel goede rendementen behaald de afgelopen jaren: in drie jaar schoot het fonds met 90 procent omhoog waarmee de etf tot de best presterende, wereldwijd be-

Lopende kosten: 0,26%

Bedrijven

China Overseas Land & Inv.	5,2%
Daiwa House Industry	4,3%
Sumitomo Realty & Devel.	4,3%

Landenspreiding

Verenigde Staten	33,8%
Hong Kong	21,6%
Japan	16,4%

Per 17 april 2015

leggende vastgoedfondsen behoort. De lage kosten – de etf heeft een jaarlijkse terugkerende kostenpost van 0,26 procent – helpen hierbij.

KEMPEN (LUX) GLOBAL PROPERTY FUNDAMENTAL INDEX FUND

ISIN-CODE: LU0927664036

Lopende kosten: 0,58%

Bedrijven

Simon Property Group	3,0%
Wheelock	3,0%
Wharf Holdings	2,7%

Landenspreiding

Verenigde Staten	40,7%
Hong Kong	13,6%
Japan	10,7%

Per 31 maart 2015

WAT IS HET?

Ook het Kempen (Lux) Global Property Fundamental Index Fund is een passief beleggingsfonds, maar het pakt de zaken anders aan dan Think. Het fonds volgt de zogenaamde GPR Global Property Fundamental Index. De samenstelling van deze index is gebaseerd op fundamentele (financiële) factoren en niet op beurswaarde. Het gaat hier om huurinkomsten, EBITDA (bedrijfsresultaat) en het dividend; factoren die de economische kracht van ondernemingen moeten vangen. Hoe

hoger de inkomsten, bedrijfsresultaat en/of dividend, hoe hoger het gewicht in de index.

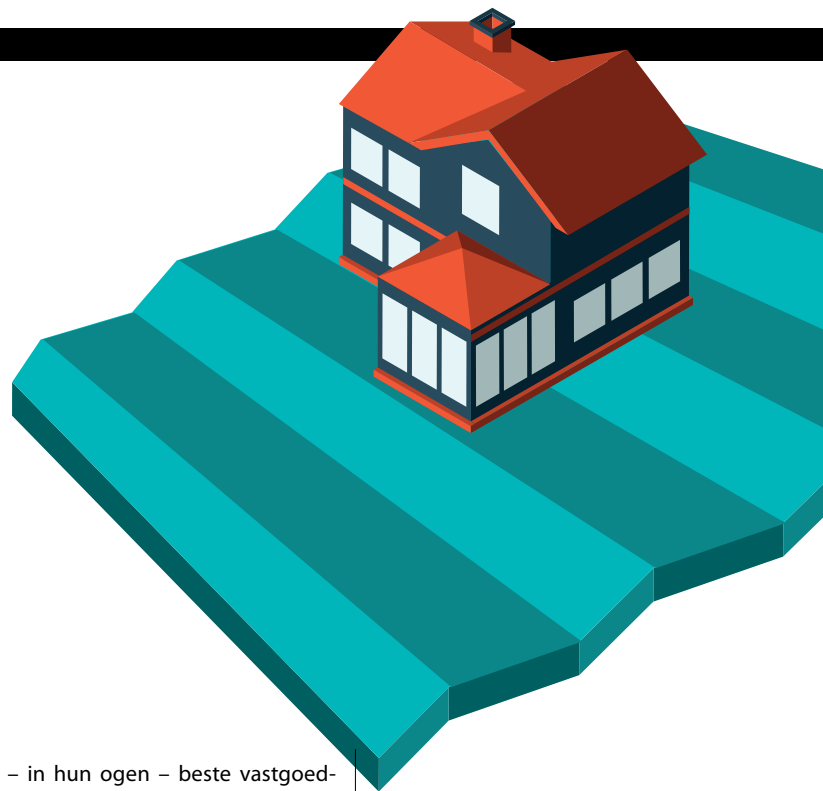
WAARIN WORDT BELEGD?

In de index, en dus ook in het fonds van Kempen, zitten 150 vastgoedbedrijven. De grootste vastgoedmarkt (Amerika) is goed voor 40 procent, gevolgd door Hongkong en Japan. Simon Property Group heeft ook hier een grote weging; het is naast het grootste beursfonds dus ook een heel grote speler qua (onder andere) huuropbrengsten. Andere grote bedrijven in de top

10 zijn Unibail-Rodamco (2,6 procent) en de grote Japanse speler Mitsubishi Estate.

RENDEMENTEN, RISICO'S EN KOSTEN?

De afgelopen drie jaar bleef het fonds van Kempen met 70 procent rendement flink achter bij de etf van Think. Dat heeft uiteraard veel te maken met de prestaties van de index die gevolgd wordt. Verder is de etf van Kempen met 0,58 procent aan jaarlijks doorlopende kosten duurder, wat ten koste gaat van het rendement van beleggers.



ACTIEF VASTGOEDBELEGGEN

Delta Lloyd en NN (de afgesplitste verzekeringstak van ING) hebben een actief vastgoedfonds in het assortiment. De fondsbeheerders

van beide aanbieders gebruiken ook een index, niet om te kopiëren maar om te verslaan (een hoger rendement te halen). Daartoe struinen analisten van de fondshuizen de markt af naar de

– in hun ogen – beste vastgoedaandelen. Garanties dat dit lukt, zijn vooraf niet te geven. Wel is zeker dat deze actieve fondsen in de regel duurder zijn dan passieve fondsen.

DELTA LLOYD L GLOBAL PROPERTY FUND A

ISIN-CODE: LU0408574944

WAT IS HET?

Binnen het Delta Lloyd L Global Property Fund wordt eerst een analyse gemaakt van de aantrekkelijkheid van de verschillende regio's om vervolgens de beste bedrijven aan te schaffen. Gezien de portefeuille van het fonds zien de beheerders van Delta Lloyd op dit moment kansen bij 60 vastgoedbedrijven. Delta Lloyd zegt vooral te beleggen in bedrijven met een gezonde balans, die hoogwaardige vastgoedportefeuilles hebben op overwegend populaire locaties.

WAARIN WORDT BELEGD?

Ook in dit fonds is de Amerikaanse vastgoedmoloch Simon Property Group alom aanwezig. Het bedrijf is zelfs de grootste positie in de portefeuille: 8,5 procent van het door beleggers ingebrachte ver-

mogen wordt belegd in Simon Property. Het heeft hiermee een twee maal zo hoge weging als de nummer twee, Boston Properties, eigenaar van onder meer Times Square Tower. Of de positionering heel anders is dan die van de index, de FTSE EPRA/NAREIT Developed Index, valt helaas niet goed na te gaan. Delta Lloyd geeft daarvoor te weinig informatie aan beleggers prijs.

RENDEMENTEN, RISICO'S EN KOSTEN?

Echt goed heeft het Delta Lloyd L Global Property Fund afgelopen tijd niet gepresteerd. Sinds 2011 is er geen jaar geweest dat het fonds de benchmark heeft verslagen. Gelukkig is de vastgoedmarkt in zijn geheel wel gestegen en is het rendement van beleggers in ab-

Lopende kosten: 0,8%

Bedrijven

Simon Property Group	8,5%
Boston Properties	4,2%
Vornado Realty Trust	3,6%

Landenspreiding

Verenigde Staten	50,2%
Hong Kong	11,4%
Japan	9,9%

Per 31 maart 2015

solute zin – het fonds steeg in drie jaar met 65 procent tegen 74 procent voor de benchmark – prima. Het verschil ten opzichte van de vergelijkingsindex is deels terug te voeren op de kosten die met 0,8 procent per jaar hoger zijn dan die van passieve concurrenten.

HET VASTGOED-
TEAM VAN NN
DURFT AF TE
WIJKEN VAN
DE INDEX



NN GLOBAL REAL ESTATE FUND

ISIN-CODE: NL0006311847

WAT IS HET?

Het NN Global Real Estate Fund belegt wereldwijd in vastgoedbedrijven die actief zijn in onder andere winkels, kantoren en woningen. Veel meer komen beleggers niet te weten over de strategie van het fonds, omdat de informatie van NN op dit punt ontbreekt. Het is bijvoorbeeld onduidelijk of het fonds een uitgesproken voorkeur heeft voor een bepaalde regio. De VS is in ieder geval verreweg de grootste regio op dit moment. Ruim 55 procent van het belegde geld is hier weggezet.

WAARIN WORDT BELEGD?

Opvallend: bij de vijf grootste namen zit het aandeel Simon Property Group niet. Het team durft keuzes te maken, want grote posities als Kilroy Realty (6 procent) en Essex Property Trust (5,9 procent) zitten niet groot in de index (10/40 GPR 250 Global Net Index). De zogenoemde active share, die aangeeft hoeveel lef de fondsmanger heeft door af te wijken van de index, is niet voor niks vrij hoog. Dit zien beleggers ook terug in de sterke focus van het fonds. Er wordt in slechts 30 aandelen belegd.

Lopende kosten: 0,71%

Bedrijven

Health Care Reit	7,6%
Extra Space Storage	6,1%
Equity Residential	6,1%

Landenspreiding

Verenigde Staten	57,2%
Hong Kong	13,5%
Japan	6,8%

Per 31 maart 2015

RENDEMENTEN, RISICO'S EN KOSTEN?

Het actieve management heeft beleggers afgelopen jaren iets extra's opgeleverd. Het rendement was vrij hoog met bijna 72 procent in drie jaar. De index deed het echter ietsje beter met 74 procent. Ook het afgelopen jaar houdt het fonds de benchmark bij. Deze prestaties zijn overigens bovengemiddeld in vergelijking met concurrerende vastgoedfondsen. Met zo'n 30 aandelen in portefeuille en een jaarlijks doorlopende kostenpost van 0,71 procent is de spreiding voldoende en zijn de kosten te overzien. Door de sterke focus is de kans op iets wildere koersuitslagen wel wat groter dan bij bijvoorbeeld NN, dat in zo'n 60 vastgoedbedrijven belegt.

COLUMN Sheila Sitalsing is freelance financieel journalist

KOPEN, KOPEN, KOPEN

door Sheila Sitalsing



Z e vragen 'één uur van uw tijd en vijf dollar' en beloven in ruil daarvoor 'alles te vertellen wat u moet weten over de nietsontziende strijd om de 1 miljard Chinese consumenten in vijf verhalen'.

Het eerste klopt niet helemaal: wie het als ebook verschenen *The One Hour China Consumer Book* van Jonathan Woetzel en Jeffrey

Towson aandachtig van virtuele kافت tot virtuele kافت leest, is meer dan een uur kwijt. Of een mens na lezing 'alles' weet over het verleiden van de zo begeerlijke Chinese consument, is niet met zekerheid te zeggen. Wat wel duidelijk is, is dat Woetzel (afkomstig uit de management consultancy) en Towson (private equity), mannen die naar eigen zeggen 'met één been in China staan en met één been in het Westen', een onweerstaanbaar boek schreven over de run op paarse lavendelbeertjes, over de grimmige strijd om 's werelds grootste uitvaartmarkt en over hoe de NBA één miljard Chinezen aan basketball wist te binden.

Het goede nieuws is dat de talloos veel miljoenen Chinezen die zijn opgeklimmen naar de middenklasse eindelijk groots aan het kopen zijn geslagen. Het slechte nieuws is dat het tamelijk ingewikkeld is om te bewerkstelligen dat ze j uw product kopen. Towson en Woetzel benadrukken twee zaken: 1. de concurrentie is meedogenloos, waardoor de meeste bedrijven die het in China proberen mislukken. 2. de staat bepaalt wie wint.

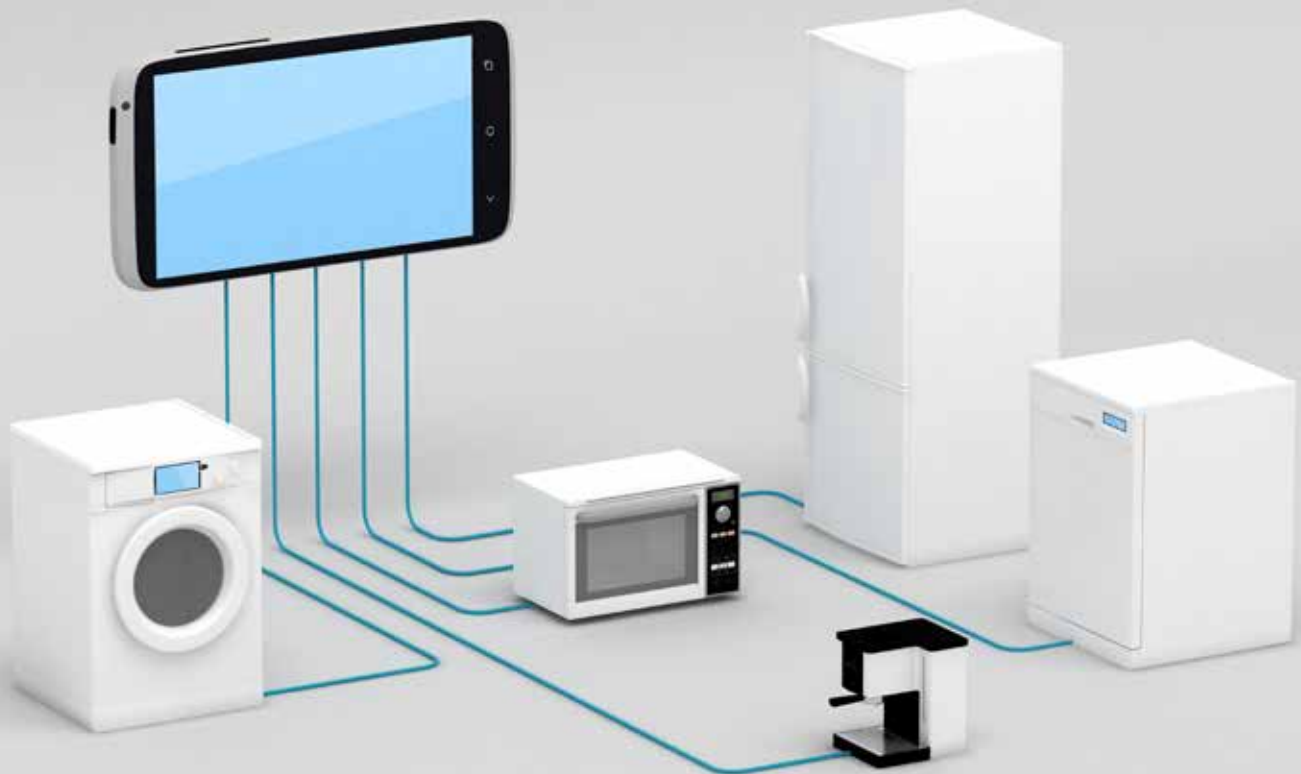
Het boeiendste van de vijf marketingverhalen handelt over bier. In volume is China's werelds grootste bierconsument, het grootste biermerk ter wereld heet Snow en is Chinees (en is, naar verluidt, best vies), bier is populair in China, overal en in elke sociale klasse, en de consumptie per hoofd is rap stijgende, al ligt die nog altijd stukken lager dan in de Verenigde Staten of Nederland of echte bierlanden als Duitsland en Tjsechi . Dat betekent: groeipotentieel. En niet zo zuinig ook.

In het verhaal van de buitenlandse brouwer Carlson die tegen de stroom in fortuin wist te maken in China door naar het westen te trekken, komt veel over China's ontwikkeling samen: de nieuwe opkomende consument die in het immense binnenland woont, de logistieke nachtmerrie die het bereiken van dat binnenland is, de rol van de vele staatsbrouwerijen.

Interessantste observatie van de auteurs: er zijn niet zo veel *emerging markets* meer waar multinationals nog hun slag kunnen slaan; het binnenland van China is misschien wel een van de laatste nu nog tamelijke maagdelijke strijdperken voor multinationals.

Koop dat boek.

Het 'internet van dingen' gaat **ALLES MET ALLES** VERBINDEN



Sommige bedrijven veranderen de wereld, en beleggers van het eerste uur kunnen er schatrijk mee worden. Maar het vergt geduld en stalen zenuwen om te beleggen in potentiële 'gamechangers'. Velen redden het uiteindelijk niet. Welke bedrijven spelen de pioniersrol in 'het internet van dingen'?

Alles staat met alles in verbinding, dat is waar het internet van dingen (in het Engels: *the internet of things*) op neerkomt. Nu is het al zo dat via computers, tablets en smartphones iedereen met iedereen in verbinding staat, maar met dingen bedoelt men slimme apparaten, apparaten met zogenaamde embedded systems. Dat kan de koelkast zijn of de thermostaat van huis en auto.

WAAROM INTERESSANT?

De 'dingen' communiceren met personen en met andere dingen, en nemen zelf beslissingen. Hierdoor kunnen processen bij bedrijven efficiënter worden, wat kan resulteren in lagere kosten voor logistiek en opslag, energiebesparing of betere verkoopcijfers. Het kan ook helpen de verkeersveiligheid te verbeteren en het leven te veraangename.

HOE WERKT HET?

Hoe werkt het internet van dingen? Actieve apparaten moeten kunnen communiceren met het internet, of met elkaar via bijvoorbeeld UMTS of Wi-Fi en daarom hebben zij allemaal een eigen IP-adres nodig. Het aantal IP-adressen zal de komende jaren enorm toenemen. Passieve objecten (bijvoorbeeld kledingstukken in een winkel, artikelen in een magazijn of een koelkast) moeten iets hebben waaraan zij kunnen worden herkend.

De dingen moeten met mensen kunnen communiceren; dit gebeurt direct of via bijvoorbeeld de telefoon. Technologieën als spraakherkenning, beeldherkenning en geluidsherkenning zijn van belang om een correcte en nauwkeurige

interpretatie van de gegevens te maken. Ook energieverbruik is een issue. Sensoren krijgen steeds kleinere chips, zodat het voor steeds goedkopere artikelen de moeite loont deze met het internet in verbinding te stellen.

Er zijn al heel wat apparaten die permanent of tijdelijk met het internet verbonden zijn. Fototoestellen, kopieerapparaten, wasmachines, robots en auto's zijn de bekendste voorbeelden. Maar daarmee is er nog niet echt een 'internet van dingen'.

Toepassing van het internet van dingen in huis wordt ook wel huisautomatisering of domotica genoemd. Zo kunnen de radio, verwarming, verlichting, airconditioning of alarmsystemen worden gekoppeld met een LAN (Local Area Network), waardoor het mogelijk wordt licht en de verwarming op afstand aan- of uit te zetten. Philips is met zijn LED-toepassingen onder meer actief op dit gebied.

De mogelijkheden zijn eindeloos. Slimme temperatuursensoren kunnen zowel de verwarming als de zonneschermen aansturen, daarbij rekening houdend met de locatie van de personen in huis.



ER ZIJN AL HEEL WAT APPARATEN DIE PERMANENT OF TIJDELIJK MET HET INTERNET VERBONDEN ZIJN. FOTOTOESTELLEN, KOPIEERAPPARATEN, WASMACHINES, ROBOTS EN AUTO'S ZIJN DE BEKENDSTE VOORBEELDEN

In de landbouw zijn er projecten waarbij met een draadloos netwerk van sensoren de omgevingsomstandigheden en de groeisnelheid van het graan worden gevolgd. In de sport worden lichaamssensoren gebruikt om gegevens te verzamelen en direct naar een centraal punt te versturen. Op een website kunnen sporters of trainers dan direct de voortgang analyseren. Zelfs uw elektrische tandenborstel zal u in de toekomst via uw telefoon vertellen welke mondhoek wat beter gepoetst mag worden.

Volgens onderzoeksbureau Gartner zullen in 2020 26 tot 30 miljard apparaten aan het internet gekoppeld zijn. De opkomst van het internet van dingen lijkt in de eerste plaats goed nieuws voor de halfgeleiderindustrie, want alle apparaten zullen een of meer chips bevatten.

IN BEDRIJF

Grote chipmakers als **ARM** ¹* (fondscode ARM.LN), **Intel** ² (INTC) en **Texas Instruments** ¹⁰ (TXN) wij-

*Cijfers corresponderen met de tabel op de volgende pagina.



HONDERD JAAR EEN VASTE BAAN



door Paul Frentrop

De vaste baan bestaat bijna een eeuw. Op 13 juli 1907 werd de 'Wet op het arbeidscontract' ingevoerd. Vóór die tijd werd de positie van de 'werknemer' (dat woord bestond toen nog niet) slechts geregeld door drie artikelen in het Burgerlijk Wetboek, gerubriceerd onder de titel 'Van huur van dienstboden en werklieden.'

Toen de baan ontstond, was de levensstandaard van de fabrieksarbeiders en de beambten al aanzienlijk verbeterd. Voor het eerst hadden ze minder dan de helft van hun inkomen nodig om eten te kopen. De gemiddelde levensverwachting was voor mannen gestegen van 35 jaar rond 1850 naar 46 jaar in 1907. Ook aan de maat van de mens was de stijgende welvaart af te lezen. Rond 1850 was van alle dienstplichtigen 10 procent kleiner dan 1,55 meter. In 1907 nog maar 1 procent.

Karl Marx had rond 1850 nog gemeend dat de voortdurende 'verelending' van de arbeider de revolutie teweeg moest brengen. Op een gegeven ogenblik zou het proletariaat immers niet meer te eten hebben. Maar het kapitaal bleek de arbeider niet oneindig uit te persen en de toegenomen welvaart maakte een algehele revolutie onnodig. De arbeidersbeweging kon de positie van de arbeider binnen het bestaande bestel verbeteren; zowel economisch (hoger loon), sociaal (sociale zekerheid en menswaardig bestaan) als politiek (via het algemeen kiesrecht). Reeds in 1912 bepaalde de 'Arbeidswet' dat een werkdag voor vrouwen en kinderen maximaal 10 uur mocht bedragen. Vanaf 1919 was de 45-urige werkweek voor allen een feit en begon de opmars van het fenomeen 'vrije tijd' gevuld met ook voor de werkende klassen open komend te staan vertier als sport, (binnenlands) toerisme, theater en lectuur.

Vakbond en politiek hebben veel bereikt, zo kunnen we een eeuw later vaststellen. Zoveel dat vakbond én PvdA overbodig lijken geworden en worstelen met hun missie. Misschien is er wel een beetje te veel welvaart denk menigeen. Intussen zijn steeds meer landen deel gaan nemen aan de wereld-economie, zodat het aanbod van arbeid is verveelvoudigd en de hier geproduceerde koek niet langer binnenlands verdeeld wordt. In dat kader wordt per 1 juli 2015 de 'Wet werk en zekerheid' van kracht. Kwamen er sinds 1907 alleen maar rechten bij voor werkenden en lasten voor werkgevers, nu wordt die trend voor het eerst een beetje omgebogen. Ook dit keer is er geen sprake van een revolutie. Toch is die wet wel als een mijlpaaltje in de economische geschiedenis te beschouwen.

zen er bij hun kwartaalberichten graag op hoe snel het omzetaandeel dat te maken heeft met het internet van dingen groeit. Intel boekte er vorig jaar al een omzet van 2,1 miljard dollar mee, 19 procent meer dan een jaar eerder.

In het verbinden van apparaten ligt volgens het bedrijf een grote groeikans. Intel verkoopt ook sensoren, draadloze radio's en mini-processoren waarmee met heel weinig energie een apparaat aan het internet kan worden gekoppeld. Een voorbeeld is de Curie-module, die niet groter is dan een knoop, maar wel een sensor-hub, een Quark-processor en een Bluetooth-verbinding heeft.

De aandelen van de chipmakers keren nu een redelijk dividend uit en hebben een lagere waardering dan die van de bedrijven die zich alleen met het internet van dingen bezighouden. De grootste groeikansen zitten echter bij de nichespelers.

KLEINTJE

Het Amerikaanse **Atmel** (fonscode ATML) bijvoorbeeld is met een beurswaarde van net 3 miljard dollar een kleintje vergeleken met de grote chipmakers, maar dit bedrijf heeft zich gespecialiseerd in 'embedded systems' en sensoren. Atmel's technologie stelt machines in staat met elkaar te communiceren. Al in 2004 kocht Atmel het bedrijf Ozmo, een specialist in 'low power Wi-Fi'. Het aandeel doet zo'n 17 keer de winst en keert 2 procent dividend uit.

Freescale (FSL) was voordat het werd afgesplitst de halfgeleider-tak van Motorola. Freescale maakt onder meer digitale signaalprocessors, gebaseerd op wat Freescale de Starcore-technologie noemt. Deze processoren worden toegepast in systemen voor draadloze breedbandcommunicatie, voice-over-IP en verwerking van videosignalen. Op 19 keer de winst en zonder dividend is het aandeel geen koopje.

Technologiebedrijf **PTC** (Nasdaq-code PTC) organiseerde samen met dochterbedrijf ThingWorx begin mei in Boston de LiveWorx-conferentie, waar honderden succesverhalen op het gebied van het internet van dingen besproken werden. ThingWorx houdt zich bezig met de techniek van sensoren en het koppelen van verschillende netwerken en databases. PTC heeft een beurswaarde van ruim 4 miljard dollar en doet nu ruim 16 keer de verwachte jaarwinst over 2015. Daarmee is dit snelgroeiende bedrijf niet eens zo veel duurder dan een gigant als Intel.

PTC zal het platform van ThingWorx gebruiken om diensten aan te bieden waarmee bedrijven hun dienstverlening kunnen verbeteren, maar ook voorspellingen kunnen doen over bijvoorbeeld noodzakelijke onderhoudswerkzaamheden. Daarmee kan de levensduur van apparatuur worden verlengd.

InvenSense (INNVN) maakt systemen die via sensoren op chips bewegingen kunnen volgen, onderdelen in vrijwel alle moderne spelcomputers en telefoons maar ook steeds vaker gebruikt in camera's,

DE AANDELEN VAN DE CHIPMAKERS KEREN NU EEN REDELIJK DIVIDEND UIT EN HEBBEN EEN LAGERE WAARDERING DAN DIE VAN DE BEDRIJVEN DIE ZICH ALLEEN MET HET INTERNET VAN DINGEN BEZIGHOUDEN

BELEGGEN IN HET 'INTERNET VAN DINGEN'

Kerncijfers 10 beursgenoteerde bedrijven die actief zijn in het internet van dingen

SYMBOOL	NAAM	BEURS	KOERS	JAAROMZET*	BEURSWAARDE	KOERS-WINST-VERHOUDING*	DIVIDEND-RENDEMENT*	WINST PER AANDEEL			PEG RATIO
								2015	2016	2017	
ARM.LN	1 ARM Holdings	London	£11,80	960 mln	£ 16,6 mrd	38,1	0,7%	£0,31	£0,37	£0,42	1,7
ATML	2 Atmel	Nasdaq	\$8,00	1,4 mrd	\$ 3,4 mrd	16,3	2,0%	\$0,49	\$0,58	\$0,75	1,0
FSL	3 Freescale	NYSE	\$40,00	4,9 mrd	\$ 12,3 mrd	19,0	0,0%	\$2,11	\$2,57	nmb	1,3
INTC	4 Intel	Nasdaq	\$31,50	55,6 mrd	\$ 149,3 mrd	15,8	3,1%	\$2,00	\$2,00	\$2,69	1,9
INVN	5 InvenSense	NYSE	\$16,00	370 mln	\$ 1,5 mrd	34,8	0,0%	\$0,46	\$0,69	\$0,92	1,5
LOGM	6 LogMeln	Nasdaq	\$57,00	262 mln	\$ 1,4 mrd	44,2	0,0%	\$1,29	\$1,52	nmb	2,0
PTC	7 PTC	Nasdaq	\$37,00	1,32 mrd	\$ 4,3 mrd	16,4	0,0%	\$2,25	\$2,00	\$2,80	1,0
SPLK	8 Splunk	Nasdaq	\$62,00	603 mln	\$ 7,8 mrd	516,7	0,0%	\$0,12	\$0,29	\$0,55	16,3
SWIR	9 Sierra Wireless	Nasdaq	\$36,50	643 mln	\$ 1,2 mrd	36,5	0,0%	\$1,00	\$1,54	\$1,85	0,9
TXN	10 Texas Instruments	Nasdaq	\$57,00	13,7 mrd	\$ 59,4 mrd	18,9	2,4%	\$3,02	\$3,35	\$3,69	1,9

*Taxaties 2015. Bron: Bloomberg, jaarverslagen.

navigatieapparatuur en sportapparaten. Het analyseren van de data die met de sensoren van InvenSense worden verzameld levert veel waardevolle informatie op. Het aandeel is op 35 keer de winst niet goedkoop, maar het bedrijf groeit als kool.

LogMeln 6 (Nasdaq-code LOGM) is een van oorsprong Hongaars bedrijf dat nu in Boston zit. LogMeln maakt software die zich in de 'cloud' bevindt, zodat abonnees er tegen betaling altijd bij kunnen en nooit een update hoeven te kopen en te installeren. Een van de producten is Xively, een platform dat speciaal gebouwd is voor het internet van dingen.

Splunk uit San Francisco 8 (Nasdaq-code SPLK) heeft zich gespecialiseerd in software waarmee grote hoeveelheden door machines gegenereerde data kunnen worden geanalyseerd. Nu al zorgt Splunk voor analyses waarmee de staat van computerservers kan worden geanalyseerd, wat de snelheid en levensduur ten goede komt. Vergelijkbare software kan in de toekomst zijn nut bewijzen met data afkomstig van het internet van dingen. Het aandeel Splunk heeft een astronomische koers-winstverhouding als

wordt gekeken naar 2015, en kost ook meer dan 100 keer de verwachte winst in 2017. Daarmee lijken beleggers wat te veel op de zaken vooruit te lopen.

De Canadese maker van telecommunicatieapparatuur **Sierra Wireless** 9 (Nasdaq-code SWIR) is ook een belangrijke speler op deze markt. Producten van dit bedrijf zoals AirPrime en AirVantage maken communicatie tussen machines mogelijk en zorgen voor data-analyse. Het aandeel is al vrij lang beursgenoteerd, de koerspiek die het in oktober 2000 bereikte, is nog niet uitgenomen. Het bedrijf heeft ups en downs meegemaakt, maar de komende jaren verwachten analisten een zeer sterke groei van de winst per aandeel.

KANSEN

Er zijn drie fases te onderscheiden bij de opkomst van het internet van dingen. Eerst worden allerlei zaken met elkaar verbonden. Van huizen, auto's en medische apparatuur tot artikelen in winkels. Vervolgens ontstaat er meer en meer informatie die geanalyseerd gaat worden. In de derde fase kunnen bedrijven hun zaak op basis van deze gegevens. Er



komt een tijd dat wanneer je in een winkel iets te lang bij een bepaald rek staat te twijfelen, je een tweet krijgt met een betere aanbieding. Een camera heeft je bewegingen geanalyseerd en een sensor heeft je bonuskaart gezien. Het beveiligingssysteem van de winkel weet welke artikelen je in je handen hebt gehad. Big Brother, maar dan met een winst oogmerk. Je kunt het eng vinden, maar er ook van profiteren.

Domotica lijkt op de korte termijn de meest veelbelovende groeikansen te bieden. Op dit moment is de penetratiegraad nog laag, en veel mensen hebben nog het idee dat ze het niet echt nodig hebben. Het is een beetje zoals mensen tegen een smartphone aankeken in 2008. Wat had je daar nu aan? Tot de opkomst van social media, een ware 'killer app' voor de smartphone. Het aantal toepassingen voor huisauto-

matisering neemt in hoog tempo toe en daar zit een keer een 'killer app' tussen, geloven marktvolgers. Of het nu de verlichting is of de wasmachine die een tweet stuurt als hij klaar is, dat is afwachten.

WINSTGROEI

Van de hierboven genoemde aandelen is de verwachte winstgroei bij Sierra Wireless met 35 procent op jaarbasis het grootst. Het aandeel kost meer dan 30 keer de winst, maar heeft als enige van dit tental een PEG-ratio lager dan 1. De PEG-ratio (Price Earnings to Growth) geeft de verhouding aan tussen de koerswinstverhouding en de verwachte groei. PTC en Atmel hebben ook een prijs die de groeiverwachtingen netjes reflecteert. De andere aandelen lijken aan de prijzige kant.

DE GROEIBELOFTE VAN VLOEIBAAR AARDGAS

Met de overname van de Britse BG Group zal de toekomst van Shell nog meer drijven op vloeibaar gas. De vraag naar dit LNG groeit hard, maar een daling van de prijs is onvermijdelijk.

Dat Shell zijn activiteiten in vloeibaar gas verder zou uitbreiden is geen verrassing. Van de grote energiegroepen is Shell al langer het meest gericht op aardgas en na de overname van de LNG-activiteiten van het Spaanse Repsol werd het concern zelfs marktleider op de mondiale LNG-markt. En nu is er dus de overname van het Britse BG waarmee het concern die positie verder uitbreidt en de onbetwiste marktleider wordt op de mondiale gasmarkt. Samen hadden Shell en BG Group vorig jaar een vijfde van de markt in handen.

LNG geldt algemeen als dé groei-markt voor aardgas. Goldman Sachs schat dat de wereldwijde handel in LNG dit jaar voor het eerst boven de 120 miljard dollar zal uitkomen. Daarmee zal LNG de plaats innemen van ijzererts als meest verhandelde grondstof (in nominale termen) na ruwe olie. De zakenbank verwacht bovendien dat de LNG-handel tussen nu en 2025 jaarlijks met 5 procent zal groeien, onder meer door bijkomende productie in de Verenigde Staten, Australië, Azië en het Midden-Oosten. Shell ziet dit het komende decennium aangroeien tot 430 miljoen ton (2025).



DE VOORDELEN

Vloeibaar gas, ook wel LNG (Liquefied Natural Gas), wordt van aardgas gemaakt door het te koelen tot min 162 graden celsius. Daardoor wordt het volume tot 600 keer kleiner, wat voor de nodige voordelen zorgt op het vlak van opslag en transport. Klassiek aardgas wordt getransporteerd via pijpleidingen waardoor producent en afnemer rechtstreeks met elkaar verbonden zijn. Dit kan om economische of politieke redenen soms voor problemen zorgen.

Mede daarom wil Europa de afhankelijkheid van aardgas uit Rusland afbouwen. LNG kan daarvoor een gedeeltelijke oplossing bieden. Bij LNG is de directe link tussen producent en afnemer er niet meer. Nadat klassiek aardgas in vloeibare vorm wordt omgezet, kan het in een schip worden geladen en in principe overal ter wereld naartoe worden getransporteerd. Landen die over LNG-terminals beschikken, kunnen kiezen van wie ze gas willen afnemen. Omgekeerd kunnen producenten hun gas ook elders aanbieden wanneer een land om welke reden dan ook tijdelijk geen gas meer wil of kan afnemen. De andere wijze van transport heeft ook gevolgen voor de winning van aardgas. Niet langer is een netwerk van pijpleidingen nodig in de directe omgeving van de plaats waar het

gas wordt opgepompt. LNG-producenten hebben dus als het ware hun klanten voor het uitkiezen. Momenteel beschikken 30 landen over installaties om vloeibaar aardgas opnieuw te verwerken en dat aantal blijft toenemen.

Een ander voordeel van het vloeibare gas is de lagere belasting van het milieu. LNG is nog steeds een fossiele brandstof, maar zorgt voor minder schadelijke uitstoot dan ruwe olie en afgeleide producten als benzine en diesel. Verder is er ook een toekomst voor LNG als brandstof voor vrachtwagens en schepen. Dit is met name in Europa het geval, waar verschillende LNG-tankstations voor de transportsector in aanbouw zijn.

AZIË SCHOOLVOORBEELD

De ontwikkelingen in Azië zijn een blauwdruk van de voordelen die LNG biedt. Het werelddeel is nu al veruit de grootste markt; vorig jaar ging bijna 75 procent van al het vloeibare aardgas naar deze regio, vooral naar Japan dat de grootste afnemer is. LNG heeft de rol van kernenergie in Japan voor een deel overgenomen na de ramp bij Fukushima. De brandstof is aantrekkelijk voor Azië omdat er (relatief gezien) niet zoveel pijpleidingen naartoe lopen. Volgens Shell neemt naast Japan ook de LNG-vraag in China, India, Vietnam, Thailand en ook in het Midden-Oosten sterk toe. De energiebehoefte van een land als China met meer dan 1,3 miljard inwoners is gigantisch groot. Nu al komt gas via pijpleidingen uit Rusland, maar de Chinezen wedden liever op meerdere paarden. China zet ook in op nucleaire energie, maar

het is tegelijk de bedoeling dat de afhankelijkheid van vervuilende steenkool in de toekomst kleiner wordt om aan de strengere milieunormen te voldoen. Een hoger aandeel van LNG in de energievoorziening past in dit plaatje.

GOEDKOPER

Uiteraard zijn er ook nadelen verbonden aan LNG. De prijs is veruit het belangrijkste struikelblok. Zo schommelt de prijs van 'gewoon' aardgas in de Verenigde Staten rond 2,5 dollar per miljoen BTU (British Thermal Units, de energie-eenheid waarin gerekend wordt bij gas). De prijzen voor LNG verschillen sterk per regio, omdat met name de transportkosten een belangrijk deel van de eindprijs bepalen. Zo wordt LNG in Japan voor liefst 18 dollar verkocht. Deze hoge prijzen vormen op korte termijn geen probleem, maar zijn op langere termijn niet houdbaar. Ongeveer driekwart van het mondiaal verhandelde LNG wordt nog verkocht via langetermijncontracten. Daarvan wordt de prijs bepaald op basis van die van ruwe olie. Op de *spot market*, waar LNG buiten de langetermijncontracten om wordt verhandeld, is LNG verantwoordelijk voor ongeveer een kwart van de handel. Het belang van deze spot market neemt steeds verder toe en de verwachting is dat deze trend de komende jaren doorzet. De gemiddelde LNG-prijs op de spot market daalde vorig jaar met 45 procent.

Het globale LNG-aanbod zal de komende jaren sterk toenemen. Verwacht wordt dat met name de Verenigde Staten de komende

jaren wel eens de *game changer* kunnen zijn. Amerika exporteert op dit moment nog geen aardgas maar dit zou op relatief korte termijn weleens kunnen veranderen. Door de schalierevolutie kampt het land met een overaanbod aan aardgas. Het vooruitzicht om dat aardgas in vloeibare vorm te kunnen verkopen tegen een prijs die 6 tot 8 keer hoger ligt dan op de thuismarkt is uiteraard erg aantrekkelijk. Er liggen dan ook al talrijke aanvragen klaar voor projecten van bedrijven die het aardgas willen omzetten in LNG en exporteren naar Azië. De omvang ervan is even groot als de huidige beschikbare productiecapaciteit. Toch is het lang niet zeker dat deze projecten daadwerkelijk gerealiseerd zullen worden. Zo gaan er in de Verenigde Staten stemmen op om het goedkope aardgas in te zetten als concurrentievoordeel door het alleen te gebruiken voor de eigen Amerikaanse industrie. Op middellange termijn is het echter onvermijdelijk dat LNG tegenover andere olieproducten in prijs zal dalen. Het hogere aanbod zal de onderhandelingspositie van de grote afnemers in Azië sterk verbeteren. Daarnaast is een lagere prijs ook onontbeerlijk om marktaandeel in te pikken van steenkool.

OVER DE AUTEUR

- Koen Lauwers is onafhankelijk financieel analist, gespecialiseerd in grondstoffen
- Lauwers heeft geen belangen in genoemde producten en bedrijven



De digitale economie wordt beheerst door een paar grote spelers. Toch zijn er ook genoeg kleinere bedrijven die via slimme digitale toepassingen goed weten te presteren. Op de beurs krijgen ze niet altijd de aandacht die hen toekomt. Dat maakt deze drie bedrijven volgens een aantal gerenomeerde beleggers aantrekkelijk.

Sinds het begin van 2014 volgen we tientallen aandelen die volgens de beleggingsmethoden van twaalf vermaarde beleggers populair zijn. Via veb.net/formidabel is na te lezen welke Europese aandelen voldoen aan de strenge selectiecriteria van legendarische beleggers als Warren Buffett, Peter Lynch, John Templeton en negen anderen.

► lees hoe twaalf formidabele beleggers aandelen selecteren via veb.net/formidabeleselectie

KANSRIJKE KANDIDATEN UIT DE DIGITALE WERELD



Nederland is koploper in Europa als het gaat om telecom en internetinfrastructuur. Niet voor niks hebben Amerikaanse it-giganten als Google, Microsoft en Apple aangekondigd hier datacentra te bouwen. Deze internetknooppunten, essentieel om het internet draaiende te houden, liggen om een aantal redenen in ons land. Het klimaat is gunstig en bovendien is de infrastructuur, waaronder onze glasvezelkabels, relatief goed. Bovendien is de infrastructuur, waaronder onze glasvezelkabels, relatief goed. Daarnaast zal het helpen dat Nederland en de Verenigde Staten een goede relatie hebben.

GOED KLIMAAT

De Europese concurrentie voor Nederland als digitaal knooppunt is

groot. Zo is Berlijn hard op weg om de belangrijkste Europese hub te worden voor technologie-startups. Nu nog is die eer aan Londen en dat wil de stad graag zo houden. Er worden in de City grote bedragen opgehaald om te kunnen beleggen in jonge, Europese bedrijfjes. Zakenkrant Financial Times becijferde dat in Londen de afgelopen vijf jaar zo'n 2 miljard dollar is opgehaald om te kunnen beleggen in startups. Dat Europa als zaaigrond nog achterloopt blijkt echter uit het bedrag dat in de Verenigde Staten werd opgehaald in diezelfde periode: 96 miljard dollar.

PROFITEREN

Het zijn niet alleen de bedrijven die vanuit de zolderkamer de wereld proberen te veranderen die profiteren van digitalisering. De Goog-

les en de Apples kent iedereen, omdat ze dicht bij de consument staan met hun zoekmachine en telefoontjes. Zo groeide Google in tien jaar uit van een midkapper met 3 miljard dollar omzet naar een wereldspeler met 66 miljard dollar aan jaarlijkse verkopen.



**DE EUROPESE
CONCURRENTIE
VOOR NEDERLAND
ALS DIGITAAL
KNOOPPUNT
IS GROOT**

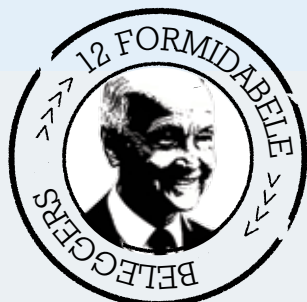
Drie minder bekende bedrijven die profiteren van toegenomen dataverbruik zijn TKH Group uit Nederland, en Huber + Suhner en Schaffner Holding, die beide hun hoofdkantoor in Zwitserland hebben. TKH en Huber + Suhner zijn onder meer door hun glasvezelactiviteiten onderdeel van de internetketen.

Daarnaast leveren ze essentiële apparatuur voor datacentra die ervoor zorgt dat het internet kan blijven groeien. Schaffner is een specialist als het gaat om energieverbruik, een cruciaal onderdeel voor bijvoorbeeld datacentra.

Een analyse van TKH, Huber + Suhner en Schaffner door de ogen van de vermaarde beleggers John Templeton en David Dreman.

TKH GROUP

Stabiel dividendaandeel



TKH, ook bekend als Twentse Kabel Holding, is een technologiebedrijf met een kleine 1,4 miljard euro omzet en een beurswaarde van ruim een miljard euro. Het aandeel is door zijn omvang een stabiele naam in de AMX-index.

TKH (fondscode TWEKA) zorgt voor technologische oplossingen voor telecom, bouw en industrie. Met name het onderdeel dat de telecomsector bedient, profiteert van het toegenomen belang van internet. Telecom Solutions, goed voor

ruim 160 miljoen euro omzet in 2014, richt zich op glasvezelnetwerken en (indoor) telecomsystemen. Altijd en overal kunnen internetten, tv-kijken en gamen is hier het uitgangspunt.

In 2014 steeg de omzet bij dit onderdeel met ruim 5 procent, deze groei zet zich ook door in het eerste kwartaal van 2015. Deze groei komt uit Europa en Azië. Het bedrijf profiteerde vorig jaar in verschillende Europese landen van de opgeschroefde 4G-netwerkinvesteringen. Met 4G kunnen consumenten sneller internetten op hun telefoon dan met het oudere 3G. Op het gebied van glasvezelnetwerken verwierf TKH opdrachten in Polen, Duitsland en Frankrijk. Deze projecten gingen ten koste van de winstgevendheid, maar moeten op de langere termijn zorgen in Europa.

Het grootste onderdeel van

TKH heeft minder met datagebruik te maken, maar is wel enorm belangrijk voor het bedrijf. Op eigen kracht (zonder overnames) steeg de omzet in het industrieselement, waar TKH bijvoorbeeld bandenbouwproductiesystemen maakt, met 25 procent naar ruim 680 miljoen euro. Met een marge (ebita) van 13,4 procent is dit ook het meest winstgevend onderdeel van TKH. Bij de andere onderdelen liggen de marges rond de 9 procent.

WAAROM AANTREKkelijk?

TKH zal naar verwachting blijven profiteren van het belang van internet. Het bedrijf is zelf ook positief over de telecommarkt. TKH verwacht dat de markt voor glasvezelnetwerken blijft groeien, onder meer omdat in veel Europese landen deze technologie nog niet grootschalig is uitgerold, terwijl de technologie als superieur wordt ervaren door de sector.

Analisten zijn te spreken over het aandeel. Alle zeven analisten die het bedrijf uit Haaksbergen volgen, hebben het op kopen staan.

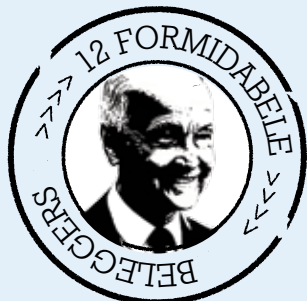
Het gemiddelde koersdoel ligt met 36 euro 11 procent hoger dan de koers begin mei. Het aandeel lijkt op basis van de koers-winstverhouding voor 2015 van 16 niet bijzonder duur. Helemaal, omdat de analisten een winstgroei voorzien van 50 procent in 2017 ten opzichte van 2015.

Voor dividendbeleggers kan TKH interessant zijn. Het bedrijf keerde de afgelopen tien jaar gemiddeld 62 eurocent per aandeel uit. TKH streeft ernaar de komende jaren 40 tot 70 procent van de winst uit te keren aan aandeelhouders. Analisten denken dat het dividend in 2015 uitkomt op 1,19 eurocent per aandeel, wat een dividendrendement geeft van ongeveer 3,3 procent.

**MEER OVER
DE BELEGGINGS-
METHODIEK VAN
JOHN TEMPLETON:
VEB.NET/
TEMPLETON**

HUBER + SUHNER

Zwitsers technologiebedrijf



Net als TKH houdt Huber + Suhner (fondscode HGUA) zich bezig met glasvezeltechnologie. Het Zwitserse bedrijf had in 2014 een omzet van 750 miljoen Zwitserse frank (ongeveer evenveel euro's). Een derde van de omzet van de onderneming kwam vorig jaar uit de glasvezelafdeling Fiber Optics. Hiermee kan Huber + Suhner bijvoorbeeld kabelverbindingstukken en kabelsystemen aan datacentra leveren. Maar het bedrijf kan ook een heel datacentrum inrichten als dit nodig is. Daarnaast levert Huber + Suhner bijvoorbeeld 4G-technologie aan telecombedrijven, net als TKH.

Het glasvezelonderdeel van Huber + Suhner groeide vorig jaar met ruim 10 procent, onder meer door een overname van het Duitse bedrijf Cube Optics eind 2014. Dit bedrijf moet voor een stevige positie in de markt voor datacentra zorgen door een uitbreiding van het bestaande productenpallet van Huber + Suhner. Datacentra worden door de onderneming gezien als een strategisch marktsegment. Bij de jaarafsluiting liet het bedrijf optekenen dat in dit segment significant meer orders zijn binnengekomen dan in 2013.

Het onderdeel is ook winstgevend, de marges (ebit) van het onderdeel liggen op 10,4 procent. Hiermee liggen de marge wel lager dan in 2013. Beleggers zullen

goed in de gaten moeten houden of het onderdeel in 2015 zijn marges weer weet op te krikken nu de orders binnenstromen. Stijgende marges realiseerde Huber + Suhner bij zijn twee andere onderdelen, waar onder meer wordt gewerkt aan communicatiesystemen, antennes en elektrische kabels.

WAAROM AANTREKKELIJK?

Met de overname van Cube Optics verstevigt Huber + Suhner zijn positie in de datacentramarkt, een groeiemarkt gezien de plannen die partijen als Google, Apple en Microsoft hebben. Het Zwitserse bedrijf heeft nog voldoende kansen om verder te groeien. Huber + Suhner is nu schuldevrij; er is zelfs sprake van een dikke berg kasgeld van ongeveer 100 miljoen frank.

De analisten die het aandeel volgen, slechts vier, zijn redelijk positief met twee koop- en twee houdadviezen. Het koersdoel ligt met 52 Zwitserse franc 20 procent

boven de koers van begin mei. Wat dat betreft is er nog een aardige spurt te maken volgens analisten.

Net als TKH zag Huber + Suhner ruimte dividend uit te keren de afgelopen jaren. Wel schommelden de uitkeringen wat meer dan bij TKH de afgelopen jaren. Analisten gaan voor 2015 uit van een uitkering van 82 cent per aandeel, dat neerkomt op een dividendrendement van ongeveer 2 procent.

MEER OVER
DE BELEGGINGS-
METHODIEK VAN
JOHN TEMPLETON:
[VEB.NET/
TEMPLETON](http://VEB.NET/TEMPLETON)

**HET KOERSDOEL
VAN HUBER +
SUHNER LIGT MET
52 ZWITSERSE
FRANC 20 PROCENT
BOVEN DE KOERS
BEGIN MEI**

IN HET KORT

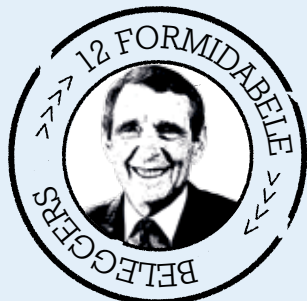
Wat TKH en Huber + Suhner aantrekkelijk maakt volgens de strategie van Templeton:

- Koers-winstverhouding is lager dan de gemiddelde koers-winstverhouding de afgelopen 5 jaar
- Koers-boekverhouding is lager dan het sectorgemiddelde
- De winst per aandeel is hoger dan 5 jaar geleden
- De operationele marge is hoger dan vijf jaar geleden
- Totale schuld ten opzichte van de ebitda is gelijk of lager dan 3
- De schuld ten opzichte van de bezittingen is over de afgelopen 5 jaar lager dan het sectorgemiddelde



SCHAFFNER

Belangrijk voor energiebeheer



Schaffner Group (fondscode SAHN) is een internationaal bedrijf dat oplossingen bedenkt voor efficiënte energievoorzieningen ten behoeve van elektrische systemen. Zo produceert Schaffner speciale filters die ervoor moeten zorgen dat energie zo efficiënt mogelijk gebruikt wordt. Een lager energieverbruik en dus een lagere energierekening is vaak het doel van klanten van Schaffner. Datacentra kunnen daarom terecht bij de onderneming. Zij gebruiken namelijk enorm veel energie om alle servers met dataverkeer tussen internetgebruikers draaiende te houden. Efficiënt energiebeheer kan voor hen dus tot een betere service en hogere winstmarges zorgen. Maar ook aan auto-, robotica- en spoorbedrijven, levert Schaffner producten.

De focus van de onderneming lag de afgelopen jaren op de Aziatische markt waar het inmiddels meer dan een derde van de omzet vandaan haalt. Tijdens een strategie-update in 2014 liet het bedrijf weten nu wat meer focus te zullen leggen op Noord-Amerika. Het bedrijf probeert onder meer in te spelen op de terugkeer van productie naar de VS door lage energieprijzen. Om hier wat vaart achter te zetten nam

Schaffner vorig jaar het Amerikaanse Trencor over. Meer overnames kunnen niet worden uitgesloten, gezien de gezonde balans van het bedrijf.

WAAROM AANTREKKELIJK?

De afgelopen jaren heeft Schaffner zijn omzet zien groeien en de winstgevendheid zien verbeteren. Dit jaar verwacht Schaffner echter een terugval van de winstgevendheid (ebit-marge) van 7 procent naar 5 procent. De omzet van 220 miljoen Zwitserse frank zal naar verwachting stabiel blijven. Orders uit China vallen tegen en een grote klant heeft investeringen in Rusland op de lange baan geschoven.

De enige analist die het bedrijf volgt, is wellicht wat geschrokken van de tegenvallende vooruitzichten en geeft dan ook een houdadvies voor het aandeel. Schaffner keert in principe 25 tot 35 procent van de nettowinst uit aan aandeelhouders. Vorig jaar werd 6,5 Zwitserse frank per aandeel uitgekeerd. Dit geeft een dividendrendement van 2,7 procent op de koers van begin mei.

IN HET KORT

Wat Schaffner aantrekkelijk maakt volgens de strategie van Dreman:

- Alleen de 40 procent aandelen met de laagste koers-winstverhouding komt in aanmerking
- De totale schuld is kleiner dan de waarde van de bezittingen
- De winst per aandeel groeit sneller dan de rest van de markt
- De aandelen hebben een hogere dividendum uitkering dan andere beursfondsen

MEER OVER DE
BELEGGINGS-
METHODIEK VAN
DAVID DREMAN:
VEB.NET/DREMAN

ÉÉN A4-TJE VERWIJDERD VAN FINANCIËEL GELUK



door
Schukken
& Kerdel



Met gesloten ogen op een yogamat of met een geopende spreadsheet op de bank; op het eerste gezicht lijken meditatie en financiële planning elkaar tegenpolen. Maar schijn bedriegt. Beide activiteiten werken uitstekend om onze rechter-hersenhelft in het gareel te houden. Aan die kant van ons brein huizen negatieve gevoelens zoals stress en depressie. Als we deze emoties weten in te dammen, ervaren we wat wetenschappers omschrijven als 'een relatief constante staat van tevredenheid met het leven', ofwel geluk.

Onderzoek aan de University of Wisconsin-Madison wijst op de kracht van meditatie om die staat te bereiken. MRI-scans van mensen die regelmatig mediteren, lieten veel positieve hersenactiviteit zien. De score van Matthieu Ricard, een promovendus moleculaire biologie die boeddhistische monnik werd, was zelfs zo hoog dat hij 'gelukkigste man ter wereld' werd gedoopt.

De heer Ricard zelf blijft er nuchter onder. "Geluk is aangeleerd", zei hij in een interview met een Britse krant. Het is een motto dat rechtstreeks uit de mond van financieel adviseur Carl Richards had kunnen komen. Richards zag in zijn omgeving dat financiële stress ons geluk flink in de weg zit. Maar het viel hem ook op dat anderszins weloverwogen mensen de eerste stap om de zaak onder controle te krijgen – het opstellen van een financieel plan – massaal links lieten liggen. Waarom?

Richards wijt het aan de focus op schijn-exactheid in traditionele financiële plannen. Alle scenario-analyses, rekenmodellen en kostenplaatjes met cijfers achter de komma, voeden de angst om verkeerde keuzes te maken.

In zijn boek *The One-Page Financial Plan* biedt Richards een alternatief dat even simpel als doeltreffend is: accepteer dat je niet kunt voorspellen waar je leven en de financiële markten naartoe gaan. Aanvaard dat financiële beslissingen door emotionele voorkeuren worden ingegeven. En vergeef jezelf je onvermijdelijke fouten. Ga binnen die randvoorwaarden aan de slag met een financieel plan dat op één A4-tje past.

De kern van dit plan gaat niet over aandelen, obligaties of hoeveel je in 2036 aan woonlasten besteedt, maar over de vraag wat geld voor jou betekent. Is het de vrijheid om op je vijftigste te stoppen met werken? Om al je kinderen te laten studeren? Om meer tijd met je familie door te brengen?

De volgende stap is het vertalen van die persoonlijke aspiraties naar financiële doelen, zonder te streven naar perfectie. Het plan is je baken. Het herinnert je waarom je ook alweer vermogen wilde opbouwen als je tandenkarsend geld vrijmaakt om te beleggen of te sparen. De expliciete link met persoonlijke aspiraties is de kracht van Richard's 'one page financial plan', omdat het juist op de moeilijkste momenten helder richting geeft. Om met de gelukkigste man ter wereld te spreken: "Financiële rust is aangeleerd".

De telecomsector wordt al jaren genoemd als de sector waar een grote consolidatieslag op stapel staat. KPN is een nadrukkelijke overnamekandidaat, net als veel andere aanbieders in de kleinere landen van Europa. Maar welke van de grote jongens is het meest aantrekkelijk? Een duel tussen het Britse Vodafone en Telefónica uit Spanje.

VODAFONE **vs.** TELEFÓNICA

DIVIDEND GEEFT DE DOORSLAG

Ooit had KPN de ambitie om een Europese topspeler te worden. Het bedrijf stak zich zwaar in de schulden om het Duitse E-Plus te kopen en dure licenties te bemachtigen. Nu zijn alle buitenlandse avonturen weer verkocht en resteert het voormalige staatstelefoniebedrijf van het Koninkrijk der Nederlanden.

Van overnemer is KPN daarmee verworven tot een mogelijke prooi in de al vaak aangekondigde consolidatie in de telecomsector. Beleggers die speculeren op een overname van KPN kopen een aandeel dat relatief duur is en een laag dividend betaalt.

Twee van de grootste telecombedrijven in Europa, het Britse Vodafone en het Spaanse Telefónica, zijn qua koerswinstverhouding een stuk voordeliger én ze keren allebei een veel ruimer dividend uit: meer dan 5 procent.

VODAFONE: EUROPESE MARKTLEIDER

Vodafone is met meer dan 400 miljoen klanten een van de grootste telecommunicatiebedrijven ter wereld en marktleider in Europa.

Er werken ruim 90.000 mensen en oud-Philips topman Gerard Kleisterlee is er de hoogste baas, chairman of the board.

Vodafone kocht in 2000 het Duitse Mannesmann voor ruim 200 miljard dollar, nog altijd een van de grootste overnames aller tijden. De overnamesom destijds ligt ruim boven de huidige beurswaarde van Vodafone, want die is omgerekend ongeveer 90 miljard dollar (60 miljard pond). Wat Vodafone slimmer deed dan KPN, was dat het de overname grotendeels met de destijds veel te dure, aandelen betaalde.

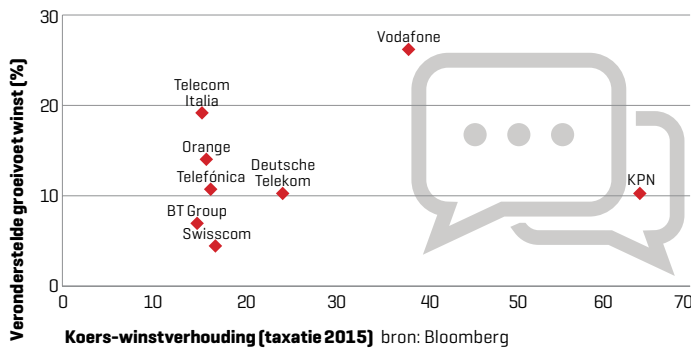
In Nederland is Vodafone qua omzet nummer twee op de markt, na KPN. De Britten kregen hier voet aan de grond via Libertel, een joint venture met onder meer ING die Vodafone later volledig overnam. Vodafone heeft in Nederland ook nog de 176 belwinkels die het in 2013 overnam van Macintosh. In België is de mobiele operator Proximus een partner-netwerk van Vodafone.

Het aandeel Vodafone heeft beleggers in de afgelopen jaren een redelijk rendement gebracht. De koers is iets hoger, het

dividend ruim, en beleggers hebben kunnen profiteren van de afstoten van het belang van 45 procent in Verizon Wireless, dat nu weer volledig in handen is van het Amerikaanse telecombedrijf Verizon Communications. In februa-



EUROPESE TELECOMBEDRIJVEN ZIJN RELATIEF DUUR, KPN EN VODAFONE SPRINGEN ERUIT



ri vorig jaar werd de opbrengst door-
gesluisd naar de aandeelhouders.

Even leek het erop dat Vodafone na de afronding van deze deal als overnamekandidaat voor het Amerikaanse AT&T in beeld zou zijn, maar dat lijkt nu onwaarschijnlijk. AT&T kocht satelliet-tv-exploitant DirecTV voor bijna 50 miljard dollar en daarmee is het geld even op.

Operationeel gaat het de laatste kwartalen moeizaam bij Vodafone. Omzet en winst stonden in 2014 onder druk, onder meer door afschrijvingen op de bezittingen in Europa, waar recent voor tientallen miljarden Kabel Deutschland en het Spaanse Grupo Corporativo Ono werden gekocht. Toch verwachten analisten gemiddeld (vol-

gens Bloomberg) een flinke groei van de winst per aandeel in de komende jaren.

TELEFÓNICA: STERK IN LATIJNS-AMERIKA

Telefónica is de Spaanse evenknie van KPN, maar dan wat succesvoller. Het concern was monopolist in Spanje tot de privatisering in 1997, nu is het nog steeds de grootste telefoonaanbieder van Spanje en een van de grootste ter wereld, vooral sterk vertegenwoordigd in Latijns-Amerika.

Dat biedt groeikansen, maar kent ook risico's, zo bleek eerder dit jaar. In Venezuela moest 2,8 miljard euro worden afgeschreven vanwege de enorme waardedaling van de Venezolaanse bolivar. Ook

de verwachte omzet van de Venezolaanse activiteiten is fors naar beneden bijgesteld. In Mexico, Argentinië en Peru groeit Telefónica echter sterk.

Telefónica lijkt iets te hebben met Nederland. Het werd al vaak genoemd als mogelijke koper van KPN, maar daar kwam het nooit van. Vorig jaar kocht Telefónica Deutschland wel de Duitse mobiele operator E-Plus van KPN. Dat hield er 5 miljard euro aan over en een belang van 20,5 procent in Telefónica Deutschland.

Op het hoogtepunt van de internethype kocht Telefónica het Nederlandse Endemol omdat het iets met 'multimedia' wilde. Dat werd niks en vijf jaar later werd Endemol weer van de hand gedaan. Ook hier was het een geluk bij een ongeluk dat de overname werd betaald met de veel te dure eigen aandelen.

Telefónica heeft tegenwoordig een beurswaarde van 67 miljard euro en zet op jaarbasis 52 miljard euro om. Het huidige KPN kan daar op beide vlakken vijf keer in. Het aandeel Telefónica staat ongeveer 17 keer de winst die voor 2015 wordt verwacht. Dat lijkt veel, maar het is in lijn met de rest van de sector.

KEUZE UIT TWEE KWADEN

De telecomsector lijkt op dit moment niet de meest aantrekke-

lijke voor beleggers. De aandelen zijn aan de prijs, en dat komt mede doordat analisten optimistisch zijn over de groei van de winst per aandeel. Het is de vraag in hoeverre dat optimisme terecht is.

Omzetten staan al jaren onder druk en voor de komende jaren zijn er verschillende bedreigingen voor de toch vrij hoge groeiverwachtingen. Berichten die via Facebook, Skype of WhatsApp worden uitgewisseld vreten aan de markt voor telefonie en tekstberichten. En met het bundelen van telefonie, internet en televisie komen telecombedrijven op markten waar moet worden opgebokst tegen de grote kabelbedrijven en nieuwe partijen als YouTube en Netflix.

Beleggen in een markt die weinig groeit doe je voor het dividend, en op dat gebied zijn Vodafone en Telefónica allebei aantrekkelijk. De bedrijven hebben hun schuldenberg afgebouwd en genereren een kasstroom die aanzienlijk hoger is dan de gerapporteerde nettowinst. Hierdoor is er ruimte voor dividenduitkeringen en inkoop van eigen aandelen.

Misschien is het een keuze uit twee kwaden, maar als er dan toch gekozen moet worden dan is Telefónica de meest aantrekkelijke. Het geeft een iets hoger dividend en heeft de komende jaren geen last van een verder verzwakkende euro.

10-PUNTEN-CHECK

VODAFONE		TELEFÓNICA
Optimisme over de groeivoet van de winst, maar markt is moeilijk	1 GROEIKANSSEN	Optimisme over de groeivoet van de winst, maar markt is moeilijk
Goed, EBITDA-marge stabiel rond 28%	2 WINSTGEVENDHEID	Prima, EBITDA-marge boven 30%
Nettoschuld bedraagt £ 14,6 miljard, ruim 10 keer de EBIT	3 BALANS	Nettoschuld bedraagt € 50,3 miljard, ruim 7 keer de EBIT
AT&T zou interesse hebben gehad, maar nu niet meer	4 KANS OP OVERNAME	Niet uit te sluiten, maar beurswaarde is stevig: € 67 miljard
Het dividend legt een bodem, maar de markt is moeilijk	5 RISICO'S	Het dividend legt een bodem, maar de markt is moeilijk
5,4 procent	6 DIVIDENDRENDEMENT	5,6 procent
Duur vergeleken met concurrenten: bijna 40 keer de verwachte winst 2015	7 WAARDERING AANDEEL	In lijn met de sector op 17 keer de winst
Neutraal: 15 kopen, 14 houden, 6 verkopen	8 ADVIEZEN ANALISTEN	Houdt ook niet over: 17 kopen, 14 houden, 10 verkopen
Het aandeel beweegt zijwaarts in de afgelopen maanden	9 TECHNISCH BEELD	Het aandeel gaat schoorvoetend omhoog sinds 1 januari
Zwakke euro kan tegenvallers opleveren	10 RECENTE ONTWIKKELINGEN	Afboeking in Venezuela is een forse tegenvaller
Vodafone is een vrij duur aandeel, ondanks het hoge dividend	CONCLUSIE	Een iets hoger dividend en iets steviger balans geven de doorslag



Wall Street en zijn rijke klanten van de afdeling vermogensbeheer zijn belangrijke geldschieters geworden van technologiebedrijven die nog naar de beurs willen. Wat betekent dat voor gewone beleggers?

WALL STREET

IS GEÏNFECTEERD MET GOUDKOORTS SILICON VALLEY



Goldman Sachs verraste afgelopen maart met een feest op het hippe South By Southwest-festival in Austin. Tussen de zwalkende bebaarde gasten op teenslippers was het niet moeilijk bankiers te vinden voor een journalist van zakenblad Fortune die ook aanwezig was. Praten met de pers mochten de mannen in jasjes niet. Maar het uitdelen van polsbandjes aan gasten maakte duidelijk dat bankiers op het Texaanse multimediafestival waren om vrienden te maken. Banken op Wall Street moeten tegenwoordig het land in om de meest lucratieve deals binnen te slepen. Hoe eerder ze een plekje verwerven aan boord van de zilvervloot hoe beter.

Amerikaanse banken hebben verschillende petten op bij *Initial Public Offerings* (IPO's), oftewel beursintroducties. Ze financieren bedrijven die in de coulissen staan voor een beursgang. In aanloop naar de beursgang begeleiden ze bedrijven en hun bestuurders in *road shows* langs grote beleggers. Vaak zijn dat klanten die zorgen voor provisies op effectentransacties. Op de dag van de beursgang treden banken op als verschaffer van koerssteun voor het piepjonge beursfonds.

PRE IPO

Grote banken op Wall Street zijn tegenwoordig samen met hun rijke cliënten ook zelf belangrijke investeerders in niet-beursgenoteerde bedrijven. Voornaamste aandacht gaat uit naar de groeiparels in Silicon Valley.

Kenners schatten dat deze markt van 'pre IPO-aandelen' inmiddels in omvang is gegroeid tot 30 miljard dollar. "In 2015 is er tien keer meer geld opgehaald buiten de beurs dan op de beurs", zegt Kath-

leen Smith, partner bij Renaissance Capital in Greenwich, even buiten New York. "Dat zijn grote onevenwichtigheden. Het is een kwestie van tijd voordat dit misgaat."

INTERNETAANDELEN

Vooraf internetaandelen hebben zo al forse waarderingen gekregen nog voor ze naar de beurs gaan. Taxi-app Uber is nog niet beursgenoteerd, maar met zijn waardering van 41 miljard dollar al meer waard dan de meeste AEX-fondsen. Sociaal netwerksite Pinterest wordt op 11 miljard dollar gewaardeerd en Snapchat, een applicatie, op 15 miljard dollar.

Een belangrijk verschil met de internetgekte van vijftien jaar geleden is dat de waarderingen van veel jonge bedrijven explosief groeien vóórdat ze op de beurs genoteerd zijn. Rijke individuen, zakenbanken op Wall Street en instituten aan de oostkust zoals het Amerikaanse fondshuis Fidelity, BlackRock, Wellington Management en T. Rowe Price doen steeds vaker mee in private financieringsrondes. Henry Ellenbogen van T. Rowe Price heeft met een vroege investering in Twitter in 2009 de resultaten van zijn fonds New Horizons flink weten op te krikken. Morgan Stanley investeert met zijn Multi Cap Growth-fonds flink in startups die uiteindelijk een beursnotering ambiëren. Fidelity stapte in 2011 in Facebook en heeft de aandelen vastgehouden na de beursgang. Ook hedgefondsen als Tiger en private equity-slagschepen als TPG spelen het spel driftig mee met investeringen in respectievelijk Flipkart en Airbnb. "Dat jaagt de waarderingen natuurlijk sterk op", zegt Jay Ritter, professor aan de University of Florida. Ritter

is een van grootste deskundigen in de VS als het gaat om beursgangen. Hij zegt: "Dat grote fondshuizen met beleggingsfondsen meedoen is echt een nieuwe trend. Normaal gesproken investeren ze alleen in beursgenoteerde aandelen."

Ook in Nederland wordt dit spel meegespeeld, zonder dat er veel ruchtbaarheid aan wordt gegeven. Investeren in (niet-beursgenoteerde) startups valt bij de Nederlandse pensioenbelegger APG onder de private equity-portefeuille. Een woordvoerder zegt dat het moeilijk is om binnen te komen bij de beste fondsen. Namen van Amerikaanse fondsen weigert hij te geven. In Nederland wordt pensioengeld van ambtenaren in startups belegt via investeringsmaatschappij Inkef Capital.

Hoogleraar Ritter zegt dat het voor bedrijven minder aantrekkelijk wordt om te kiezen voor de rompslomp van een beursgang.

"Voor veel bedrijven is de beste exit tegenwoordig een verkoop aan een concurrent. De beursgang is een minder bewandelde route, ondanks het gunstige beursklimaat. Dat is voor zakenbanken geen goed nieuws. Het naar de beurs helpen brengen van bedrijven is een teruglopende business voor ze."

MOEIZAAM

De relatie tussen Wall Street en de gemeenschap van startups en technologiebedrijven is nooit fantastisch geweest. Alhoewel Goldman Sachs al sinds 1968 een kantoor heeft aan de westkust zagen de eigenwijze ondernemers in dit deel van Amerika ze liever weer vertrekken. Bankiers moesten regelmatig knokken om klanten te overtuigen. Dat was ook zo tijdens de vorige internetgekte. De legendarische en omstreden zakenbankier Frank Quattrone heeft de reputatie alles te doen wat nodig is om klanten binnenboord te krijgen. Ooit had topman Peter Jackson van Intraware tijdens een road show geklaagd als 'een lastdier' gesleept te worden van vergadering naar vergadering. Quattrone bedacht een practical joke om een onvergetelijke indruk achter te laten. Hij stuurde de volgende ochtend een levende muilezel op naar de potentiële klant met een fles wijn en een briefje erbij dat Jackson moest ophouden met klagen en gewoon Credit Suisse moest kiezen als bank.

Humor wordt vaker ingezet als wapen. Voordat zakenbankier Michael Grimes van Morgan Stanley Facebook naar de beurs bracht probeerde hij Pandora als klant binnen te hengelen. De hippe mannen en vrouwen achter de muziekwebsite wilden aanvankelijk weinig weten van de overmoedige elite

41 mld

Taxi-app Uber is nog niet beursgenoteerd, maar met zijn waardering van 41 miljard dollar al meer waard dan de meeste AEX-fondsen

DE LEGENDARISCHE EN OMSTREDEN ZAKENBANKIER FRANK QUATTRONE HEEFT DE REPUTATIE ALLES TE DOEN WAT NODIG IS OM KLANTEN BINNENBOORD TE KRIJGEN

uit New York. Toen kwam de listige Grimes op het idee om zijn collega's te vragen een T-shirt van hun favoriete band aan te trekken voor de grote pitch bij Pandora. Toen de bankiers binnenkwamen met hun zwarte shirtjes van Black Sabbath en de Rolling Stones hadden ze de harten van de jongeren van Pandora snel veroverd. Morgan Stanley sleepte een vooraanstaande rol binnen bij de beursgang.

BANKEN BUITENHOUDEN

Ondernemingen hebben weleens pogingen gedaan om banken buiten de deur te houden. Elf jaar geleden probeerde Google dure zakenbanken op een zijspoor te zetten bij zijn beursgang. Het technologiebedrijf koos voor een zogeheten 'Dutch auction' om particulieren meer tegemoet te komen. Met de veiling per afslag wilde Google voorkomen dat de begeleidende banken omvangrijke pakketten aandelen naar grote en vaak bevriende institutionele beleggers zouden loodsden. Dat lukte niet echt. Het werd een rommelige beursgang. De eigenwijze poging van Google om Wall Street een hak te zetten staat als een mislukking te boek.

De relatie tussen Wall Street en Silicon Valley is veranderd. Verschillende bankiers hebben hun krijstreep ingeruild voor een capuchontrui. Ze hebben aan de westkust minder last van strenge regelgeving. Ook weten ze zich los te maken van hun negatieve imago. Google haalde met Ruth Porat een nieuwe financieel bestuurder weg bij zakenbank Morgan Stanley. Zakenbankier Imran Khan verruilde Credit Suisse voor Snapchat. Morgan Stanley-analist Mary Meeker werd partner bij investeerder Kleiner Perkins. Sarah Friar ging van Credit Suisse naar betaalbedrijf Square. Bankier Anthony Noto werd bij Twitter CFO. Vers vanuit de collegebanken verhuizen veel MBA-studenten naar de westkust. Silicon Valley heeft meer glamour. Aan de westkust kan bovendien tegenwoordig meer verdiend worden dan op Wall Street.

In San Francisco gaat het bedrijf Battery East de concurrentie aan met de traditionele banken. De startup helpt beurskandidaten om grote pakketten aandelen te verkopen voordat ze publiek gaan. De aandelen komen van oprichters en werknemers die graag hun papieren vermogen voortijdig in klinkende munt omzetten. Onder andere Duncan Niederauer, de voormalige topman van de New York Stock Exchange, is betrokken. In zijn vorige functie lokte hij bedrijven naar de beurs. Nu regelt hij private financieringsrondes voor ze. Andere bemiddelaars zijn Equityzen en SharesPost, dat samenwerkt met Nasdaq.

BONTE STORM

De honger naar niet-beursgenoteerde aandelen trekt ook dubieuze tussenpersonen aan. Denk aan Wolf of Wall Street-achtige be-



2009

Fondsbeheerder Frank Mazzola biedt sinds 2009 aandelen aan van bedrijven als Facebook en Twitter die voorheen nog niet beursgenoteerd waren

middelaars. Fondsbeheerder Frank Mazzola biedt sinds 2009 aandelen aan van bedrijven als Facebook en Twitter die voorheen nog niet beursgenoteerd waren. Het leverde hem mooie publiciteit op in de New York Times onder de kop *Crashing the Party in Silicon Valley*. Maar in 2012 werden Mazzola en zijn firma Felix Investments in staat van beschuldiging gesteld door de SEC. De beurswaakhond vond dat

beleggers op het verkeerde been werden gezet met beweringen over de kosten. Ook logen ze over de aandelen die ze werkelijk in bezit hadden. Felix belde gewoon werknemers op van Facebook om aandelen van ze over te nemen.

De bedrijven zelf zitten vaak niet te wachten op dit soort grijze handel. Dat Facebook de trend te lijf ging met een verbod was voor Mazzola geen reden om zijn ronkende



DE BETROKKENEN ONTKENNEN IETS FOOTS GEDAAN TE HEBBEN MAAR ZIJN INMIDDELS WEL TIJDELIJK UIT DE BRANCHE GEWEERD

ALERT

Voor beleggers die de mogelijkheid wordt geboden om te investeren in private ondernemingen met beursambities is het oppassen gebazen. De bemiddelingscommissies die worden gerekend zijn vaak hoog. De prijs waarop de aandelen worden verkocht is vaak niet gebaseerd op een onderbouwde waardering. Bedrijven geven namelijk in deze vroege fase helemaal geen cijfers prijs. In de tussentijd lopen de waarderingen in private rondes alleen maar op. Kathleen Smith zegt dat sommige bedrijven voor een lagere waardering naar de beurs gaan dan in de laatste private financieringsronde. "Dat betekent dat beleggers die in de beursgang instappen goedkoper uit zijn. Mijn ervaring is dat beleggers momenteel op de publieke markten rationeler handelen dan in de private markt. Dat was in de jaren negentig anders. Uiteindelijk vindt de meest zuivere prijsvorming plaats op de beurs als bedrijven al hun boeken compleet moeten openen."

Smith zegt dat beleggers kritischer zijn dan tijdens de dotcom-zeepbel van vijftien jaar geleden. "Ze stellen hoge eisen aan bedrijven die een notering zoeken.' Be-

leggers eisen niet per sé dat een bedrijf zwarte cijfers schrijft. Wel willen ze volgens haar weten hoe het pad naar winstgevendheid eruitziet. Dit jaar stegen de beurskoersen van beursintroducees gemiddeld 15 procent op de eerste handelsdag. Renaissance Capital beheert een indexfonds die large-caps volgen die debuteerden op de beurs in de afgelopen twee jaar. Terwijl de markt in 2015 slechts bescheiden steeg, schreef het Amerikaanse indexfonds 10 procent bij. Het indexfonds dat internationale beursgangen volgt, inclusief die in Europa en Nederland zoals Altice, steeg zelfs een fractie meer.

GROTERE GEK

Uiteindelijk is het doel van beleggers in private rondes om een grotere gek te vinden die instapt en hun aandelen koopt. Of het verstandig is om te beleggen in een beursgang is sowieso de vraag. Met deze internetwonderen is het helemaal oppassen. "Goede kans dat een belangrijk deel van het opwaartse beurskoerspotentieel al deels is verwerkt in de voorfase", waarschuwt hoogleraar Ritter. "De potentiële *upside* is veel kleiner dan in de jaren negentig toen bijvoorbeeld Microsoft naar de beurs ging."

Ritter zegt dat het mes aan twee kanten snijdt en de maatschappij per saldo geholpen is met de miljarden aan privaat kapitaal die beschikbaar zijn. "Beursintroductions van kleinere bedrijven hebben beleggers veel teleurstellingen en koersverliezen bezorgd. Er gaan steeds minder bedrijven naar de beurs. Maar de bedrijven die gaan, zijn veel volwassener. Voor beleggers is de *upside* misschien minder groot maar de *downside risk* is ook kleiner."

aanbiedingen te minderen, aldus de SEC. De betrokkenen ontkennen iets fouts gedaan te hebben maar zijn wel tijdelijk uit de branche geweerd. Hedgefondsmanager Jonathan Sands stond recent in de Wall Street Journal omdat hij op vergelijkbare manier aandelen Uber aanpreef met de bewering dat hij de bedrijfscijfers kende. Het taxibedrijf heeft net als Snapchat en Airbnb strenge restricties op voor

de secundaire handel in private aandelen. Dat neemt niet weg dat tussenpersonen toch klanten proberen te lokken, soms met loze beloftes van pakketten aandelen die ze (nog) helemaal niet bezitten. In februari stelde de SEC weer iemand in staat van beschuldiging. Gregory W. Gray Jr. heeft volgens de toezichthouder met zijn Archipel Capital een piramidespel van niet beursgenoteerde aandelen gerund.

Niemand kan de toekomst voorspellen en toch baseren veel beleggers de waardering van een aandeel op verwachtingen. De Earnings Power Value-methode doet dat niet en kijkt alleen naar het heden. Hoort deze waarderingmethode in het arsenaal van beleggers?



EARNINGS POWER VALUE

BELEGGEN MET DE ZEKERHEID VAN VANDAAG

Benjamin Graham, auteur van beleggingsbijbel *Security Analysis*, heeft naar eigen zeggen nooit een seconde nagedacht over het voorspellen van winsten. Een 'zinloze activiteit', noemde de legendarische belegger dat.

In plaats van de mooie toekomstplannen van topmannen te beoordelen, keek Graham liever naar verborgen schatten in de balans van ondernemingen.

De econoom vond alleen bedrijven interessant waarvan de beurswaarde lager was dan de

kortlopende bezittingen (cash, voorraden en debiteuren) min alle schulden. Zo bouwde Graham een stevige veiligheidsmarge in: zelfs bij een onverhoopt faillissement zat er voldoende in de boedel voor een vette uitkering aan aandeelhouders.

De wereld is veranderd. In de hoogtijdagen van Graham, de jaren dertig en veertig, waren effectenmarkten een stuk minder efficiënt en lagen waarderingen een stuk lager dan vandaag. Momenteel zijn er maar weinig bedrijven te vinden waarvan de beurswaarde lager is dan de waarde bij faillissement.

WAARDE ZONDER VISIE

Gelukkig beschreef Graham in zijn boek een tweede manier om aandelen te selecteren. Daarbij kopieert hij huidige prestaties van een bedrijf simpelweg door naar de toekomst. Bij deze zogeheten verdienkrachtmethode – in het Engels Earnings Power Value (EPV) – wordt dus wel naar de toekomst gekeken zonder die te voorspellen. “Een belegger moet de ware verdien capaciteit van een onderneming achterhalen, de waarde als je ervan uitgaat dat de komende jaren niets verandert”, aldus Graham.

De EPV-methode neemt als uitgangspunt dat de gemiddelde winst over de laatste vijf à tien jaar een goede inschatting is van de winst die het bedrijf tot in de eeuwigheid kan behalen.

Deze winst wordt vervolgens teruggerekend naar vandaag om de huidige waarde te bepalen. Deze berekende waarde wordt vergeleken met de waarde die beleggers op dat moment op de beurs betalen. Als de aandelen tegen een korting van 30 procent handelen – dat wil zeggen dat de beurswaarde 30 procent lager ligt dan de EPV-waarde – sprak Graham van een aantrekkelijke belegging.

KRACHT

De kracht van de Earnings-Power-Value-methode ligt in de eliminatie van de grootse onzekerheid voor

beleggers: toekomstverwachtingen. De meeste waarderingmethoden nemen wel toekomstverwachtingen mee, ondanks de zekerheid dat die in het verleden vaak onjuist bleken.

Daarnaast neemt de EPV-methode de gemiddelde winst uit het verleden, waardoor rekening wordt gehouden met de economische cyclus die het bedrijf doormaakt. Bij een waardering op basis van koers-winstverhouding is dat bijvoorbeeld niet het geval. Die kijkt slechts naar de winst van één jaar.

ZWAKTES

De EPV-methode mag dan alleen naar het heden kijken, wie met de methode aan de slag gaat, brengt de toekomst een stuk dichterbij. Het blijkt namelijk een erg tijdrovende klus om de strategie te gebruiken. Een belegger zal alle jaarverslagen van ten minste de laatste 5 jaar onder de loep moeten nemen om een duurzaam winstniveau te bepalen.

Hierbij is de belegger op zoek naar de operationele winst, die niet per se door het bedrijf opgelepeld wordt. Denk hier bijvoorbeeld aan eenmalige baten of lasten die samenhangen met de verkoop van activiteiten. Ook is de discontovoet discutabel. Het getal heeft een enorme impact op de uiteindelijke EPV-waarde. Een bedrijf met een (duurzame) winst van 100 en een discontovoet van 10 procent heeft een waarde van 1000. Bij een 2 procent lagere (hogere) discontovoet stijgt (daalt) de waarde tot 1250 euro (833 euro).

Aan de EPV-methode kleef ook een behoorlijk risico. Veel bedrijven die volgens de methode interessant zijn, hadden een hoge winstgevendheid in het verleden, maar kampen nu met problemen waardoor de aandelenkoers in elkaar is gestort. Vaak komen de bedrijven er weer bovenop met een spectaculair aandelenrendement tot gevolg. Maar in sommige gevallen, denk bijvoorbeeld aan fotobedrijf Kodak, is faillissement het eindstation.

ACCELL ALS VOORBEELD

In vier stappen naar een EPV-waarde

Benjamin Graham zou ongetwijfeld schrikken als hij vandaag aandelen zou moeten selecteren. Bij de meeste bedrijven ligt de EPV ver onder de actuele beurskoers. Blijkbaar houdt de markt in zijn geheel rekening met een fors herstel van de winsten in de komende jaren als de economie van de euro-zone verbetert. Maar hoe werkt de formule precies? De EPV van fietsenmaker Accell uit Heerenveen in vier stappen.

1 Wat is een duurzaam winstniveau?

In stap 1 probeert een belegger een inschatting te maken van de duurzame winstgevendheid van

een bedrijf. Hiervoor neemt een belegger de gemiddelde winst in de afgelopen vijf jaar. Deze winst bedraagt voor Accell 34,5 miljoen euro.

KERNCIJFERS ACCELL

	Gemiddelde	2014	2013	2012	2011	2010
Verkopen	741,9	882,4	849,0	772,5	628,5	577,2
Bedrijfsresultaat (ebit)	39,4	43,6	33,9	36,1	37,1	46,4
Belasting	4,9	9,2	3,7	2,6	3,1	5,8
Duurzame winst	34,5	34,5	30,2	33,5	34,0	40,5

2 Wat is de discontovoet?

In stap 2 wordt deze winst teruggerekend naar vandaag. Daarvoor wordt een discontovoet gebruikt, het rendement dat beleggers willen zien op hun investering. Deze discontovoet verschilt per bedrijf en bedraagt momenteel 6 procent voor Accell volgens gegevens van dataleverancier Bloomberg.

3 Wat is de Earnings Power Value?

In stap 3 worden alle winsten vertaald naar vandaag. Een belegger kan dit doen door de duurzame winst door de WACC te delen.

Bij Accell bedraagt de EPV-waarde 575 miljoen euro [34,5 miljoen gedeeld door 6 procent].

4 Is het aandeel aantrekkelijk?

In de laatste stap wordt bepaald of het bedrijf een aantrekkelijke belegging is. Allereerst worden de schulden van 146 miljoen euro van de EPV-waarde afgetrokken om tot de waarde te komen die relevant is voor aandeelhouders. Deze waarde van 429 miljoen euro is nagenoeg identiek aan de beurswaarde van de aandelen van 427 miljoen. Graham zou Accell dus 'fair' gewaardeerd vinden en de aandelen niet kopen.

Dankzij de lage rente, goedkope olie en sterke dollar heeft de AEX het sinds het begin van dit jaar goed gedaan. Wie verwacht dat de AEX voorlopig rond de 500 punten blijft laveren kan met een iron butterfly-strategie rendement halen.

IRON BUTTERFLY OP DE AEX

Beleggers dromen al van een AEX die doorstijgt naar 600 of misschien wel de oude top van 700 punten. Anderen, onder wie Klaas Knot, waarschuwen voor zeepbellen en noemen de koersen te hoog. Eén ding is zeker: niemand weet het.

Aan beleggingsadviezen door centrale bankiers moet sowieso niet al te veel waarde gehecht worden. Het was december 1996 toen Alan Greenspan de wereld waarschuwde voor 'irrational exuberance'. De beurs van Tokyo verloor tijdens de live uitgezonden uitspraken van Greenspan van schrik 3 procent. De AEX verloor de volgende dag bij opening ruim 2 procent, maar daar bleef het wel zo'n beetje bij.

Nederlandse aandelen stonden in december 1996 op het punt om binnen vier jaar nog eens ruimschoots in waarde te verdubbelen. Het was een prima moment om te beginnen met beleggen, zelfs als alle ontwikkelingen na die periode worden meegerekend.

Maar stel dat de beren en de stieren elkaar de komende maanden in evenwicht houden en de beurzen vanaf nu een tijdje niets doen, dan is de 'Iron Butterfly' een goede strategie. Het is een strategie waarbij gebruik wordt gemaakt van zowel calls als puts. Er worden vier opties gebruikt met dezelfde looptijd, twee calls en twee puts. Er wordt een call en een put geschreven waarvan de uitoefenprijs dicht bij de huidige stand van de index ligt ('at-the-money') en een call en een put gekocht die 'out-of-the-money' zijn en daarom goedkoper, waardoor de constructie aan het begin van de rit per saldo geld oplevert.

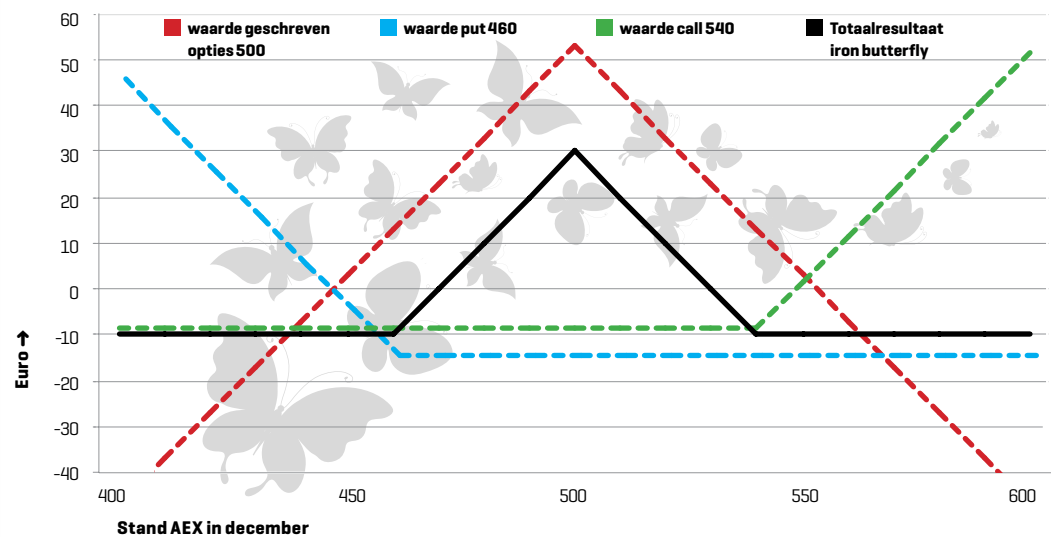
De Iron Butterfly is een neutrale strategie die geld oplevert als de onderliggende waarde niet te veel van zijn plaats komt. Het neerwaarts risico wordt beperkt door de gekochte opties en heeft daardoor een maximum. Het opwaarts potentieel heeft ook een maximum: de premie die per saldo aan het begin van de rit wordt ontvangen. De winst is maximaal als de index precies op de uitoefenprijs van de

geschreven opties eindigt. In de grafiek is dat goed zichtbaar.

Indien u erop wilt speculeren dat de AEX de rest van dit jaar rond 500 punten blijft hangen, doet u (een veelvoud van) de volgende vier transacties (*):

- 1** Koop 1 putoptie AEX 460 december 2015 à 14,50 euro. Kosten 1450 euro.
- 2** Schrijf 1 putoptie AEX 500 december 2015 à 28,00 euro. Opbrengst 2800 euro.
- 3** Schrijf 1 calloptie AEX 500 december 2015 à 25,00 euro. Opbrengst 2500 euro.
- 4** Koop 1 calloptie AEX 540 december 2015 à 8,50 euro. Kosten 850 euro.

Iron Butterfly: LEVERT PREMIE OP BIJ EEN TUSSEN 470 EN 530 SCHOMMELENDE AEX, MAAR KOST GELD BIJ EEN BEWEGING DAARBUITEN



Opbrengst van de geschreven opties is 5300 euro, de gekochte opties kosten samen 2300 euro. De opbrengst is dus per saldo 3000 euro. Aan het eind van de looptijd moet er echter worden afgerekend, tenzij de AEX op de exact 500 punten eindigt bij de expiratie in december. Verlies is er als de AEX flink stijgt of daalt.

[*] in dit voorbeeld is afgezien van transactiekosten. Koersen eind april 2015, ga na wat de actuele koersen zijn en pas de strategie daar eventueel op aan.

Met het schrijven (bij de bank geeft u op: 'open verkoop') van opties gaat u verplichtingen aan. Omdat aan het eind van de rit nog moet worden afgerekend zal de bank een marginverplichting aanhouden.

DRIE SCENARIO'S

Deze optieconstructie zou u nu kunnen aangaan en er vervolgens tot de expiratie op de derde vrijdag in december (18 december 2015) niet meer naar omkijken. In dat geval

zijn er drie mogelijke scenario's:

1 De AEX-opties worden op 18 december op precies 500 afgerekend. Alle call-opties lopen waardeloos af en de 3000 euro is van u.

2 De AEX eindigt ergens tussen 460 en 540 punten. De gekochte opties lopen waardeloos af, van de geschreven opties 500 zal er één (de call of de put) moeten worden afgerekend en dat kost maximaal 4000 euro. Tussen ongeveer 470 en 530 is de strategie per saldo winstgevend, daarbuiten is er verlies.

3 De AEX eindigt onder 460 of boven 540. Van de gekochte opties heeft er nu ook één waarde, net als een van de geschreven opties. Dit levert in alle gevallen een verlies op van per saldo 4000 euro. Aan het begin werd 3000 euro ontvangen, waardoor het totale verlies per constructie uitkomt op 1000 euro.

Het risico van deze constructie is een maximaal verlies van 1000 euro. Daar staat tegenover dat er

een kleine 3000 euro verdiend kan worden als de AEX in de buurt van de 500 eindigt. Een winst van 3000 of een verlies van 1000, dat lijkt een mooie deal. Maar bedenk dat de kans op die maximale winst heel klein is.

OPVOLGING

Elke optieconstructie moet bewaakt worden. Door een van de vier poten van deze Iron Butterfly weg te nemen ontstaan andere constructies met heel andere kansen en risico's. Pas op met winst nemen op de gekochte opties, want daarna neemt het risico toe en zal de bank een grotere marginverplichting eisen.

Het kan wel verstandig zijn de geschreven calloptie terug te kopen als de AEX een tijdje daalt, of de geschreven put na een stijging. Dat kost geld, maar het opwaarts potentieel van de constructie neemt dan direct toe. Later kunnen deze opties eventueel opnieuw geschreven worden. Beurzen bewegen namelijk nooit in een rechte lijn omhoog of omlaag.

ALS DE BEURZEN
VANAF NU EEN
TIJDJE NIETS
DOEN, IS DE 'IRON
BUTTERFLY'
EEN GOEDE
OPTIESTRATEGIE

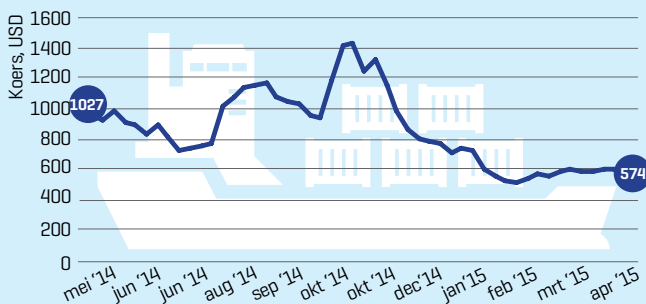
Hoe presteren aandelen wereldwijd? Prestaties en kansen in enkele cijfers

PRESTATIES EN WAARDERING

peildatum
10 mei 2015

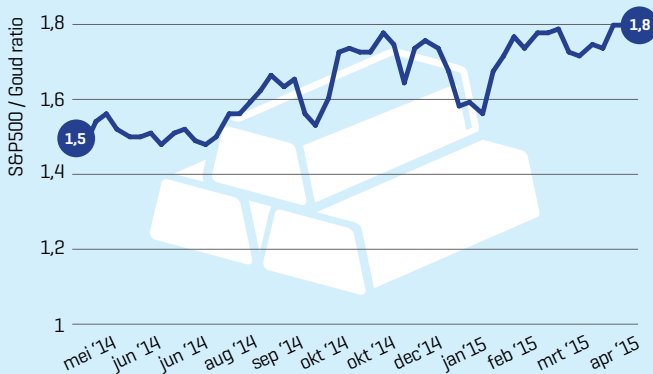
Baltic Dry Index

De scheepvaarttarieven voor het vervoer van bulkgoederen. Graadmeter van de wereldhandel.



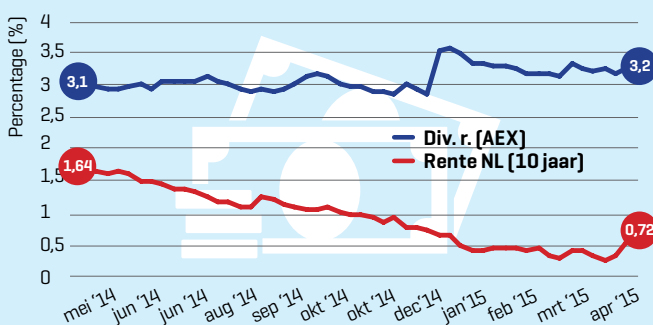
S&P500 / Goud ratio

Relatieve waarderingsmaatstaf: prijs van de S&P 500 index ten opzichte van de goudprijs.

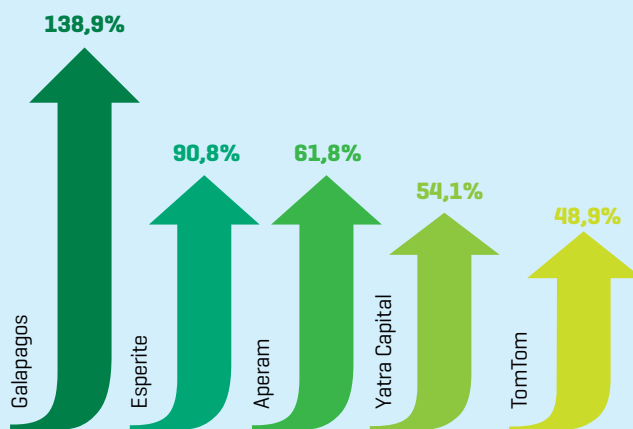


Dividend & rente

Het effectieve rendement van 10-jarige staatsobligatie versus het verwachte dividendrendement van de AEX op basis van taxaties voor de komende 12 maanden.



De snelste koersstijgers dit jaar



Populair bij analisten

Welke aandelen worden het gunstigst beoordeeld door analisten?

- Galapagos
- TKH
- Kendrion
- ASMI
- Ten Cate

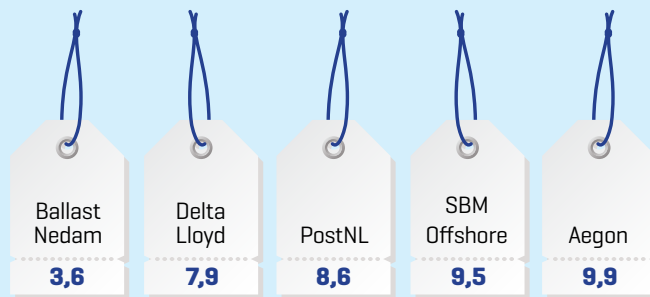
Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

- | | |
|---------------|------|
| 1 Telegraaf | 8,4% |
| 2 NSI | 6,3% |
| 3 Delta Lloyd | 6,1% |
| 4 Kas Bank | 5,9% |
| 5 Shell | 5,9% |

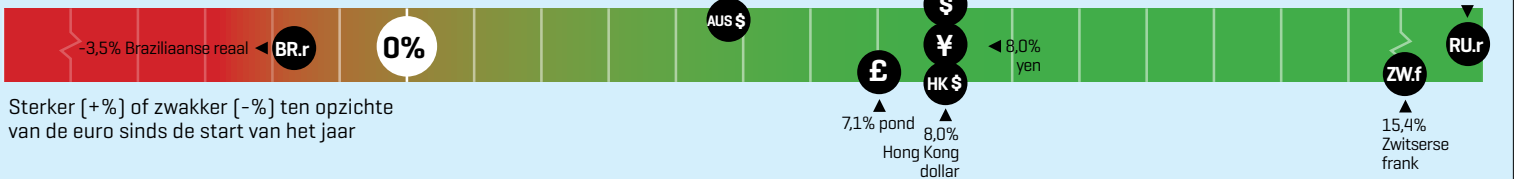
De goedkoopste aandelen

Op basis van koers-winstverhouding.*



*taxaties voor 2015. Bron: Bloomberg

Valutaschommelingen



Best presterende beurzen

Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Venezuela Stock Market	48%
Merval [Argentinië]	42%
BUX [Hongarije]	36%

Prestaties belangrijkste beurzen wereldwijd

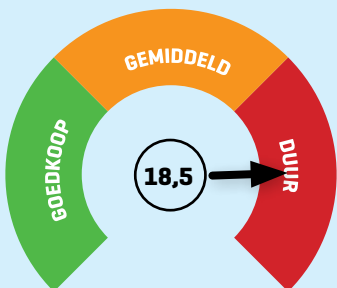
Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Europa (Stoxx 600)	16,8%
VS (S&P 500)	2,8%
VK (FTSE 100)	7,3%
Japan (Nikkei)	11,1%
Zwitserland (SMI)	1,2%
Hong Kong (Heng Seng)	16,8%
Brazilië (Bovespa)	14,3%
Australië (ASX 200)	4,1%
Rusland (Micex)	22,3%

Goedkoopste beurzen

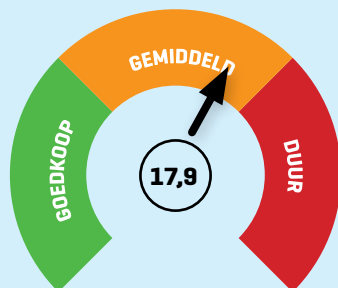
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.

Blom Stock Index (Libanon)	6,3
Micex (Rusland)	7,1
Tanzania All Share Index	8,7



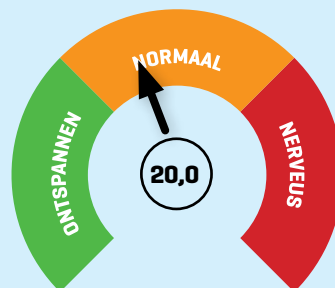
Hoe duur is de AEX?

Koers-winstverhouding van de AEX op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.



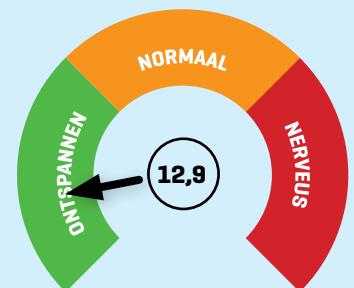
Hoe duur is de S&P 500?

Koers-winstverhouding van 500 belangrijkste Amerikaanse aandelen op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.



Sentiment AEX

De verwachte beweeglijkheid van de AEX volgens optiebeleggers [VAEX]. Vaak gezien als angstbarometer van de beurs.



Sentiment S&P 500

De verwachte beweeglijkheid van de S&P 500 volgens optiebeleggers [VIX]. Vaak gezien als angstbarometer van de beurs.

Kerncijfers van de grootste Nederlandse beursfondsen. Een overzicht van de bedrijven uit de AEX, AMX, AScX op basis van rendement, analisten aanbevelingen, waardering en dividend.



peildatum
10 mei 2015




Legenda *ref. koers*: referentiekosten gebruikt voor de data; *rend. ytd*: koersrendement vanaf start van het jaar; *buy, hold, sell*: respectievelijk het aantal koop-, houd- en verkoopadviezen; *gem.*: gewogen gemiddelde analistenadviezen van de bedrijven die door meer dan twee analisten gevolgd worden. Hoe hoger het relatief aantal koopadviezen, hoe hoger de gemiddelde score (maximumscore 3, minimumscore 1); *k/w*: koers-winstverhouding; *div. & div.r.*: dividend per aandeel en dividend rendement.

*consensustaxaties. Bron: Bloomberg

Uitleg: Voor uitleg price/book, price/sales, EV/EBITDA, Leverage ratio, ROE, IGD ratio, NAV, bezittingsgraad en de tabellen op de twee vorige pagina's, zie www.veb.net/stats

Basismaterialen & Chemie	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen				Waardering					Verwacht dividend				
	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
AkzoNobel	€ 69,27	20,2%	11	10	7	2,1	70,7	18,1	16,6	2,7	1,2	11,6	€ 1,55	2,2%	€ 1,63	2,4%
Aperam	€ 39,78	61,8%	12	2	1	2,7	45,1	18,3	11,8	1,5	0,6	7,2	€ 0,48	1,2%	€ 0,74	1,8%
ArcelorMittal	€ 9,40	3,4%	17	12	6	2,3	10,4	-	15,8	0,5	0,2	5,2	€ 0,19	2,0%	€ 0,24	2,5%
DSM	€ 50,64	0,0%	12	18	3	2,3	52,7	19,8	17,2	1,5	0,9	12,2	€ 1,71	3,4%	€ 1,78	3,5%
IMCD	€ 32,90	16,7%	3	4	0	2,4	34,9	19,7	18,1	2,7	0,5	17,9	€ 0,46	1,4%	€ 0,53	1,6%
OCI	€ 26,51	-8,2%	3	4	1	2,3	31,8	22,7	12,0	2,9	2,3	20,6	€ 0,28	1,1%	€ 0,53	2,0%
Bouw, Industrie & Infra	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Aalberts Industries	€ 28,11	14,6%	3	5	1	2,2	29,1	16,3	14,6	2,7	1,4	11,6	€ 0,51	1,8%	€ 0,56	2,0%
AMG	€ 8,50	25,8%	5	0	1	2,7	9,4	10,0	8,3	2,0	0,2	4,4	€ 0,00	0,0%	€ 0,13	1,5%
Arcadis	€ 27,70	11,1%	6	2	2	2,4	30,8	14,1	11,9	2,5	0,8	13,7	€ 0,70	2,5%	€ 0,82	3,0%
Ballast Nedam	€ 1,04	-72,1%	0	2	2	1,5	5,2	3,6	1,9	0,3	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
BAM	€ 3,82	48,3%	6	2	2	2,4	4,8	13,2	8,5	1,2	0,1	23,8	€ 0,09	2,3%	€ 0,14	3,8%
Batenburg Techniek	€ 18,70	14,7%	1	1	0	-	23,5	11,8	8,5	1,3	0,3	-	€ 0,72	3,9%	€ 0,86	4,6%
Boskalis	€ 46,82	3,0%	4	4	2	2,2	43,7	14,7	15,0	1,8	1,8	7,1	€ 1,48	3,2%	€ 1,49	3,2%
Grontmij	€ 3,93	11,2%	2	4	1	2,1	4,1	20,5	11,1	2,3	0,5	17,6	€ 0,05	1,2%	€ 0,14	3,5%
Heijmans	€ 11,80	31,8%	4	6	0	2,4	14,1	22,2	8,4	1,2	0,1	-	€ 0,22	1,8%	€ 0,52	4,4%
Imtech	€ 4,78	24,2%	0	6	3	1,7	3,7	-	21,0	2,2	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,01	0,2%
Kendrion	€ 27,93	29,2%	5	1	0	2,8	31,8	13,4	11,4	2,4	0,8	9,2	€ 0,90	3,2%	€ 0,99	3,5%
Nedap	€ 32,70	22,1%	1	2	0	2,3	28,5	18,7	14,5	3,9	1,2	5,0	€ 1,38	4,2%	€ 1,69	5,2%
Ten Cate	€ 20,57	10,0%	6	2	0	2,8	23,9	16,3	13,9	1,2	0,5	9,8	€ 0,52	2,5%	€ 0,60	2,9%
TKH	€ 33,38	26,6%	7	0	0	3,0	36,3	16,1	12,1	2,7	0,9	9,4	€ 1,19	3,6%	€ 1,31	3,9%
Communicatie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Altice	€ 93,32	43,0%	3	5	2	2,1	101,9	117,8	34,0	12,0	3,47	31,8	€ 0,33	0,4%	€ 0,36	0,4%
Brill	€ 26,05	1,2%	0	1	0	-	27,5	17,7	16,1	1,8	1,1	10,4	€ 1,15	4,4%	€ 1,17	4,5%
DocData	€ 21,22	7,2%	1	1	0	-	23,8	22,1	15,7	3,7	0,9	7,5	€ 0,56	2,6%	€ 0,71	3,3%
KPN	€ 3,40	29,4%	15	12	6	2,3	3,3	65,4	44,7	2,8	1,7	7,5	€ 0,09	2,5%	€ 0,11	3,2%
Reed Elsevier	€ 21,91	10,4%	5	21	2	2,1	22,4	17,3	16,2	14,7	2,1	15,6	€ 0,62	2,8%	€ 0,67	3,1%
Telegraaf	€ 5,93	-2,7%	2	3	0	2,4	6,8	14,7	15,1	1,1	0,5	5,6	€ 0,50	8,4%	€ 0,54	9,1%
Wolters Kluwer	€ 28,91	14,0%	9	13	6	2,1	28,5	15,8	14,9	4,1	2,3	11,8	€ 0,74	2,6%	€ 0,77	2,7%
Consumptie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Accell	€ 17,00	25,0%	0	4	0	2,0	17,3	13,0	12,2	1,5	0,5	10,9	€ 0,67	3,9%	€ 0,71	4,2%
Acomo	€ 24,40	28,4%	2	3	0	2,4	22,2	16,7	15,9	4,4	1,0	13,2	€ 1,06	4,3%	€ 1,10	4,5%
Ahold	€ 17,24	16,8%	11	17	5	2,2	17,5	16,2	15,1	3,5	0,5	8,5	€ 0,54	3,1%	€ 0,58	3,3%
Beter Bed	€ 23,13	34,5%	7	1	1	2,7	24,1	20,5	17,0	8,2	1,0	15,7	€ 1,00	4,3%	€ 1,23	5,3%
Heineken	€ 71,48	21,3%	14	17	5	2,3	73,2	20,9	18,7	3,3	2,1	12,6	€ 1,22	1,7%	€ 1,36	1,9%
Macintosh Retail Group	€ 2,60	-27,8%	1	1	3	1,6	9,5	10,4	3,2	0,5	0,1	232,1	€ 0,00	0,0%	€ 0,09	3,3%
Sligro	€ 34,64	10,8%	4	5	0	2,4	38,1	16,7	15,6	2,7	0,6	10,7	€ 1,27	3,7%	€ 1,33	3,8%
Stern	€ 13,80	6,2%	1	1	0	-	20,0	10,7	4,7	0,6	0,1	7,3	€ 0,10	0,7%	€ 0,20	1,4%
Unilever	€ 39,43	20,8%	11	21	8	2,1	40,5	21,6	20,0	9,3	2,3	15,2	€ 1,19	3,0%	€ 1,27	3,2%
Wessanen	€ 7,33	39,6%	4	4	1	2,3	7,6	24,5	21,8	2,6	1,1	22,2	€ 0,12	1,6%	€ 0,13	1,8%

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Verwacht dividend			
Detachering 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Brunel	€ 17,68	30,0%	3	6	0	2,3	18,5	19,9	17,5	2,7	0,6	9,2	€ 0,66	3,7%	€ 0,69	3,9%
DPA	€ 1,84	11,5%	1	0	0	-	2,0	15,3	14,2	2,0	1,0	14,4	€ 0,08	4,3%	€ 0,04	2,2%
Randstad	€ 52,59	31,3%	13	10	2	2,4	58,8	16,3	13,9	2,9	0,5	13,9	€ 1,55	2,9%	€ 1,78	3,4%
USG	€ 12,24	31,1%	8	1	1	2,7	14,2	14,7	11,7	2,1	0,4	11,4	€ 0,29	2,3%	€ 0,36	2,9%
Energie 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Fugro	€ 25,45	47,5%	5	6	2	2,2	23,5	28,3	19,0	1,4	0,9	11,9	€ 0,13	0,5%	€ 0,35	1,4%
SBM Offshore	€ 11,60	18,6%	8	6	5	2,2	13,2	9,5	7,3	1,1	0,5	8,7	€ 0,00	0,0%	€ 0,27	2,3%
Shell	€ 28,57	3,3%	12	15	3	2,3	31,3	16,4	12,0	1,2	0,5	5,2	€ 1,68	5,9%	€ 1,68	5,9%
Logistiek 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Air France-KLM	€ 8,21	3,1%	7	13	9	1,9	7,7	44,9	5,8	-	0,1	3,6	€ 0,01	0,1%	€ 0,08	1,0%
PostNL	€ 4,36	40,6%	9	10	1	2,4	4,8	8,6	8,5	-	0,4	4,5	€ 0,00	0,0%	€ 0,07	1,6%
TNT Express	€ 7,64	37,9%	2	15	2	2,0	7,5	27,4	21,5	2,0	0,6	28,4	€ 0,11	1,4%	€ 0,13	1,7%
Vopak	€ 45,22	4,9%	3	11	5	1,9	49,4	18,0	16,5	3,3	4,3	11,9	€ 0,94	2,1%	€ 1,00	2,2%
Technologie 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
ASMI	€ 42,59	21,3%	10	3	0	2,8	49,2	14,4	14,0	1,4	4,9	21,2	€ 0,66	1,6%	€ 0,70	1,6%
ASML	€ 96,35	7,7%	19	16	6	2,3	98,7	28,2	21,7	5,2	6,9	23,5	€ 0,78	0,8%	€ 0,92	1,0%
Besi	€ 23,47	26,7%	5	0	1	2,7	25,9	12,3	12,9	2,6	2,2	8,5	€ 1,37	5,9%	€ 1,23	5,2%
Geralto	€ 81,04	19,3%	11	8	5	2,3	79,2	19,5	17,2	2,9	2,8	17,0	€ 0,46	0,6%	€ 0,52	0,6%
ICT	€ 7,07	21,7%	1	0	0	-	8,0	12,6	11,2	1,8	1,0	9,3	€ 0,24	3,4%	€ 0,27	3,8%
Neways	€ 8,93	22,3%	1	0	0	-	9,2	15,7	10,6	1,5	0,3	10,6	€ 0,17	1,9%	€ 0,25	2,8%
Ordina	€ 1,66	32,0%	1	3	0	2,3	1,8	13,0	12,7	1,1	0,4	15,1	€ 0,03	1,6%	€ 0,04	2,4%
Philips	€ 25,41	5,2%	11	16	5	2,2	27,0	19,6	15,5	2,0	1,0	14,3	€ 0,82	3,2%	€ 0,89	3,5%
TomTom	€ 8,23	48,9%	6	5	4	2,1	7,4	38,5	24,8	2,1	2,0	11,0	€ 0,01	0,1%	€ 0,02	0,3%
Overig 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Corbion	€ 19,62	42,0%	6	4	0	2,6	21,7	20,6	18,6	2,4	1,6	17,5	€ 0,35	1,8%	€ 0,38	1,9%
Esperite	€ 2,85	90,8%	0	0	0	-	-	-	-	1,0	0,9	195,2	-	-	-	-
Fagron	€ 39,50	13,8%	4	3	1	2,4	43,8	17,6	16,0	7,8	2,7	14,9	€ 1,06	2,7%	€ 1,23	3,1%
Galapagos	€ 37,00	138,9%	9	0	0	3,0	36,1	19,1	-	6,7	10,6	-	-	-	-	-
Value8	€ 11,70	5,2%	0	0	0	-	-	-	-	2,0	0,7	15,5	-	-	-	-
Yatra Capital	€ 5,30	54,1%	0	0	0	-	-	-	-	0,9	-	-	-	-	-	-

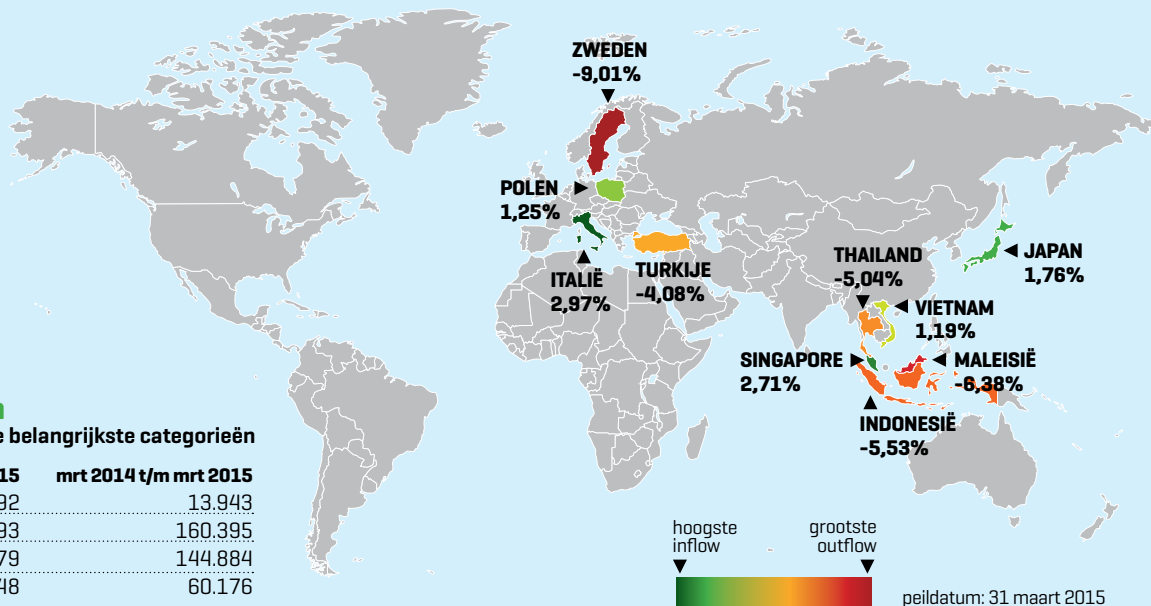
	Koers & Rendement		Karakteristieken		Analisten aanbevelingen					Waardering			Verwacht dividend			
Banken 	ref. koers	rend. ytd	Leverage ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
BinckBank	€ 8,71	23,5%	13,3%	12,0%	2	5	1	2,1	8,6	12,5	12,6	1,4	€ 0,34	3,9%	€ 0,35	4,1%
ING	€ 14,26	31,7%	5,9%	7,9%	23	10	0	2,7	14,2	12,8	11,9	1,0	€ 0,61	4,3%	€ 0,59	4,2%
Kas Bank	€ 11,75	18,6%	4,4%	12,4%	2	2	0	2,5	11,9	12,0	10,5	0,9	€ 0,70	5,9%	€ 0,82	7,0%
Vastgoed 	ref. koers	rend. ytd	NAV	bezettingsgraad	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Eurocommercial Properties	€ 39,52	12,4%	€ 35,7	99,5%	5	7	0	2,4	43,9	19,4	18,6	1,2	€ 1,97	5,0%	€ 2,02	5,1%
NSI	€ 3,99	8,4%	€ 4,7	79,9%	2	3	0	2,4	4,7	11,9	10,9	0,7	€ 0,25	6,3%	€ 0,27	6,8%
Unibail-Rodamco	€ 243,70	14,5%	€ 167,2	98%	6	11	5	2,0	255,6	23,2	21,5	1,6	€ 9,66	4,0%	€ 10,16	4,2%
Vastned Retail	€ 42,19	12,7%	€ 42,7	97,6%	4	3	1	2,4	45,8	18,3	17,7	0,9	€ 2,04	4,8%	€ 2,07	4,9%
Wereldhave	€ 55,61	-2,4%	€ 54,4	92,5%	5	6	1	2,3	63,9	16,6	15,2	0,9	€ 2,94	5,3%	€ 3,06	5,5%
Verzekeraars 	ref. koers	rend. ytd	IGD ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Aegon	€ 7,02	12,2%	208,0%	4,9%	8	15	6	2,1	7,3	9,9	8,6	0,6	€ 0,24	3,5%	€ 0,28	3,9%
Delta Lloyd	€ 16,93	-6,9%	183,0%	13,3%	8	6	5	2,2	18,4	7,9	7,6	1,4	€ 1,03	6,1%	€ 1,03	6,1%
NN Group	€ 26,05	4,8%	303,0%	3,4%	7	11	4	2,1	27,0	10,6	10,0	0,4	€ 1,18	4,5%	€ 1,27	4,9%

FONDSEN DASHBOARD



Beleggingsfondsen zijn het populairste beleggingsinstrument in Nederland. In samenwerking met fondsenexpert Morningstar presenteren wij op deze pagina's een overzicht van best presterende fondsen en vergelijken er drie uit eenzelfde beleggingscategorie.

Geldstromen
Naar welke landen stroomt het meeste beleggingsgeld en welke landen zijn minder populair?



Beleggingscategorieën

Netto instroom van kapitaal in de belangrijkste categorieën (in mln. euro)

	mrt 2015	mrt 2014 t/m mrt 2015
Aandelenfondsen	-6.492	13.943
Mixfondsen	22.693	160.395
Obligatiefondsen	19.179	144.884
Geldmarktfondsen	6.048	60.176

TOP 5

De fondsen met het hoogste rendement op jaarbasis binnen de genoemde categorieën [rendement in procenten].

Aandelenfondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
Morgan Stanley Global Opportunity	57,53	24,73
Lombard Odier Golden Age	47,59	23,79
Invesco Global Structured Equity Fund	45,88	23,59
GLG Global Equity	44,33	21,47
Fidelity Global Demographics	42,74	23,13

Europa

	1 jaar	3 jaar
Adelphi European Select Equity	33,19	23,06
UBS - European Opportunity Unconstrained	30,79	24,01
E.I. Sturdza - Strategic Europe Value Fund	30,18	24,54
Julius Baer Europe Selection Fund	29,60	6,00
JP Morgan Europe Strategic Growth	28,82	24,71

Nederland

	1 jaar	3 jaar
Kempen Orange	38,32	22,64
SSgA Netherlands Index Equity Fund	29,74	22,26
Achmea Nederland Aandelenfonds	28,73	18,90
SNS Nederlands Aandelenfonds	27,03	18,93
NN Dutch Fund	26,19	18,87

Obligatiefondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
Templeton Global Bond	26,33	10,28
BNY Mellon Global Opportunistic Bond Fund	26,05	10,67
Templeton Global Total Return Bond	24,92	11,12
Invesco Bond Fund	22,56	5,88
M&G Global Macro Bond	21,61	9,00

Europa

	1 jaar	3 jaar
Allianz Europa Obligatie Fonds	13,20	9,41
Generali Euro Bonds	12,16	9,06
AEGON Europees Obligatie Fonds	11,99	8,24
AXA Euro 7-10	11,47	9,53
Meesman Indexfonds Obligaties Eurolanden	11,24	8,17

High yield

	1 jaar	3 jaar
Kames High Yield Global Bond	28,87	14,75
Aviva Investors Global High Yield Bond	28,03	13,72
PIMCO GIS Global High Yield Bond	27,99	13,52
BlackRock Global High Yield Bond	27,54	14,17
Invesco Global High Income	27,50	11,88

Bron top 5 rendementen: Morningstar Direct, 30 april 2015. De rendementen over drie jaar in de top 5 rangschikkingen zijn geannualiseerd. Het gaat om bruto rendementen inclusief dividend.

1 CATEGORIE, 3 FONDSSEN > AANDELEN CHINA

Op deze pagina worden maandelijks drie fondsen uit een bepaalde categorie belicht. Waarin beleggen de fondsen? Hoe presteerden ze afgelopen jaren en wat zijn de verwachtingen voor de toekomst?

1 Allianz China Equity P GBP
LU0348832469

2 Robeco Chinese Equities
F EUR Acc
LU0940005134

3 Schroder ISF China
Opportunities C
LU0244355391

KENNISMAKING peildata: 28 feb 2015 (fondsen 1 en 3) en 31 mrt 2015 (fonds 2)

Top 5 Posities

1	Ping An Insurance Group	7,85%
2	China Mobile	6,53%
3	Tencent Holdings	6,35%
4	Bank Of China	6,25%
5	Industrial And Commercial Bank Of China	6,25%

1	Tencent Holdings	9,67%
2	China Mobile	9,23%
3	China Construction Bank	6,78%
4	Industrial And Commercial Bank Of China	6,10%
5	China Life Insurance	5,78%

1	China Mobile	9,87%
2	Tencent Holdings	8,75%
3	China Construction Bank	8,48%
4	Industrial And Commercial Bank Of China	7,43%
5	China Life Insurance	5,25%

Marktkapitalisatieverdeling

Huidig + [3-jarig gem.]	1	2	3
Large-cap	85,80% (85,00%)	94,20% (90,70%)	86,60% (87,20%)
Mid-cap	11,50% (13,20%)	4,10% (8,80%)	10,60% (11,50%)
Small-cap	2,70% (1,80%)	1,70% (0,60%)	2,80% (1,30%)

Sectorverdeling

	1	2	3
Defensief	3,30%	10,30%	11,20%
Lichtcyclisch	49,20%	39,70%	40,70%
Cyclisch	47,60%	50,00%	48,00%

Regioverdeling

Aandelen
+ [3-jarig gem.]

1 Ontwikkeld 2,80% (4,30%)
Opkomend 97,20% (95,70%)

2 Ontwikkeld 10,60% (6,20%)
Opkomend 89,40% (93,80%)

3 Ontwikkeld 9,70% (12,30%)
Opkomend 90,30% (87,70%)

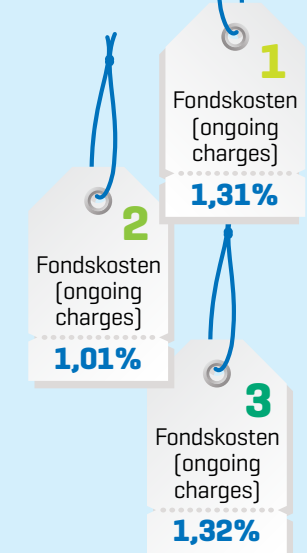
Top 5 landen

1	China	97,20%
	Hong Kong	2,80%

2	China	89,40%
	Cayman-eilanden	9,90%
	VS	0,50%
	Singapore	0,20%

3	China	90,30%
	Nederland	3,70%
	Hong Kong	3,20%
	Jersey	1,50%
	Singapore	0,90%

Kosten



VERLEDEN Vergelijking van risico en rendement van de drie beschreven fondsen en die van deze beleggingscategorie als geheel. *peildatum: 30 april 2015

Rendementen

	1	2	3	Categorie %
Rendement %				
1 jaar	87,02%	83,92%	78,41%	76,89%
3 jaar	22,76%	24,42%	22,25%	21,30%
5 jaar	12,94%	14,66%	12,34%	11,07%



Risico

	1	2	3	Categorie
Standaard deviatie [3 jr]	17,59%	14,72%	15,87%	14,68%
Maximaal verlies	-60,94%	-60,06%	-63,30%	-59,77%

TOEKOMST

Allianz China Equity P GBP

- PROCES** Het overwegend bottom-up proces richt zich op kwaliteit en groei bij redelijke waarderingen.
- RENDEMENT** Onder het beheer van Christina Chung heeft het fonds zowel de MSCI China index en concurrentie voorbijgestreefd.
- TEAM** Christina Chung is een doorgewinterde fondsbeheerder ondersteund door een omvangrijk team van ervaren analisten.
- FONDSHUIS** Er zijn sterke punten, maar over het algemeen neutraal.
- KOSTEN** Het fonds is met lopende kosten van 1,31% duurder dan de mediaan van de categorie.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: **Bronze**

Dit is een solide aanbod voor beleggers op zoek naar blootstelling aan Chinese aandelen met een lange termijn focus.

Robeco Chinese Equities F EUR Acc

- PROCES** In de thematisch gedreven aanpak spelen zowel kwantitatief als fundamenteel onderzoek een rol.
- RENDEMENT** Het rendement op lange termijn is bovengemiddeld en compenseerde ruimschoots voor de licht hogere risico's.
- TEAM** Victoria Mio heeft sinds 2007 de leiding in handen.
- FONDSHUIS** Robeco is puur op vermogensbeheer gericht en is overgenomen door het Japanse Orix.
- KOSTEN** Dit fonds is één van de goedkoopste in de categorie.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: **Silver**

Ons vertrouwen in dit fonds is toegenomen en wij vinden dit één van de beste keuzes voor Chinese aandelen.

Schroder ISF China Opportunities C

- PROCES** Het strikte bottom-up aandelenselectieproces van het team richt zich op de groei van aandeelhouderswaarde.
- RENDEMENT** Het fonds heeft zijn Aandelen China concurrenten en de MSCI China index over Lo's korte ambtstermijn verslagen.
- TEAM** Louisa Lo heeft 21 jaar beleggingservaring en wordt ondersteund door een goed toegerust team van 11 analisten.
- FONDSHUIS** De overname van Cazenove brengt kwaliteitbeleggers, maar ook uitdagingen op het gebied van integratie.
- KOSTEN** Het fonds is met lopende kosten van 1,32% duurder dan de mediaan van de categorie.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: **Silver**

Een wijziging in de portefeuillebeheerder bij Schroder ISF China Opportunities heeft zijn aantrekkingskracht doen toenemen.

Seminar etf's voor gevorderden

Etf's ook wel trackers of indextrackers genoemd, komen steeds vaker in de publiciteit. Maar hoe werken ze nu precies en hoe kunt u ze toepassen in uw portefeuille?

Tijdens dit seminar, georganiseerd in samenwerking met ThinkETF's

en Alex Academy, wordt dieper ingegaan op specifieke kenmerken van verschillende typen etf's, indexmethodieken, dividendlekkage en verhandeling op de beurs.

WAAR EN WANNEER?

Donderdag **28 mei** van **14.30 tot 18.00 uur** (inclusief borrel) in

Amsterdam, op 5 minuten loopafstand van station RAI.

AANMELDEN

Deelname is gratis voor VEB-leden, maar aanmelden is verplicht en kan via www.veb.net/etfmei



Bij vragen over cursussen en seminars kunt u contact opnemen met ons kantoor in Den Haag: 070-3130000. Dit nummer is te bereiken op maandag, dinsdag en donderdag.

BIJZONDERE ALGEMENE LEDENVERGADERING VERENIGING VEB NCVB

Het bestuur en de raad van toezicht van de Vereniging VEB NCVB roepen de leden op tot een Bijzondere Algemene Ledenvergadering op woensdag 10 juni 2015 om 11.00 uur.

In de algemene ledenvergadering d.d. 4 mei 2015 is het voorstel tot statutenwijziging aan de leden ter besluitvorming voorgelegd. Omdat niet voldaan werd aan de quorummeis kon de voorgenomen statutenwijziging niet in stemming worden gebracht. Daarop hebben het bestuur en de raad van toezicht besloten de leden op te roepen voor een tweede algemene

ledenvergadering, waarin alsdan over het voorstel zal kunnen worden gestemd.

De bijzondere algemene ledenvergadering op 10 juni 2015 begint om 11.00 uur en wordt gehouden ten kantore van de VEB aan de Amaliastraat 7 te Den Haag. Registratie en ontvangst vindt plaats vanaf 10.30 uur.

De agenda van de ledenvergadering luidt als volgt:

1. Opening
2. Vaststelling notulen algemene ledenvergadering d.d. 4 mei 2015 (uitsluitend ten aanzien van de voorgenomen statutenwijziging)
3. Voorstel tot statutenwijziging en machtiging
4. Vaststelling verkorte notulen

bijzondere algemene ledenvergadering d.d. 10 juni 2015

5. Sluiting

Toelichting agendapunten 2 en 3:

De bij deze agendapunten genoemde bijlagen liggen tot de afloop van de vergadering tevens voor leden ter inzage ten kantore van de VEB, Amaliastraat 7 te Den Haag.



AANMELDINGSFORMULIER

Lidnummer:

Naam en voorletters: (m/v)

Adres:

Postcode/woonplaats:

Telefoon (overdag):

E-mailadres:

Wenst deel te nemen aan:

- De Bijzondere Algemene Ledenvergadering op woensdag 10 juni 2015 ten kantore van de VEB aan de Amaliastraat 7 te Den Haag.



Wij verzoeken u vriendelijk het aanmeldingsformulier zo spoedig mogelijk in te sturen of te faxen naar onderstaand adres of faxnummer:

VEB NCVB
Antwoordnummer 2143
2509 VB DEN HAAG

Faxnummer: 070 – 313 00 99

U kunt zich ook aanmelden via de website: www.veb.net

VOORUITBLIK 19 juni

ORGANISCHE GROEI

Jarenlang was het kommer en kwel bij Wessanen. Slechte resultaten, tal van bestuurswissels en steeds andere plannen hebben het voedingsconcern ver teruggeworpen. Inmiddels is het bedrijf weer een van de lievelingen op de beurs, gezien de koersstijging van bijna 70 procent in een jaar tijd. Christophe Barnouin, sinds januari vorig jaar de nieuwe topman, legt uit hoe dat kan.

**VOLGEND
NUMMER**



Beleggingsmagazine Effect verschijnt maandelijks en is een uitgave van de Vereniging VEB NCVB. Verstrekking via lidmaatschap van de Vereniging VEB NCVB.

Redactie

Patrick Beijersbergen,
Koos Henning,
Eric van den Hudding,
Jasper Jansen, Robert Rosenau,
Joost Schmets, David Tomic

Verder werken mee aan dit nummer:

VEB: Paul Koster, Marianne Kraan

Extern: Paul Frentrop,
Marius Kerdel, Koen Lauwers,
Gerben van der Marel,
Djaja Ottenhof,
Jolmer Schukken,
Sheila Sitalsing

Redactionele ondersteuning en vormgeving

RedactiePartners MediaGroep
(www.redactiepartners.nl)
Marloes Cox, Pleuni Hooghiemstra,
Brad Kokke, Wietske Rodenhuis,
Maaike Vries, Esther van Wezel

Adverteren in Effect of de VEB-nieuwsbrief

Neem voor informatie of vragen contact op met Martijn Penning
Tel. 0314-355 831

E-mail martijn.penning@pshmediasales.nl

Directie

P.M. Koster, directeur
ir. E. Keyner, adjunct-directeur

Raad van Toezicht

mr. S.E. Eisma, voorzitter,
mevr. A. Gram MBA, vice-voorzitter,
mr. P. Arlman, drs. M. Beijer,
mr. J.A.J. Peeters,
mr. P.C.M.M. Terporten

Vereniging VEB NCVB

Bureau Den Haag:

Postadres: Postbus 240,
2501 CE Den Haag

Bezoekadres: Amaliastraat 7,
2514 JC Den Haag

Tel. 070-3130000

fax 070-3130099

E-mail info@veb.net

website www.veb.net

Geopend werkdagen

9.00-17.00 uur

Beleggersservice

Telefonisch spreekuur:

070-313 00 00

Maandag 10.00-13.00 uur

Donderdag 10.00-13.00 uur

Lidmaatschap

Het lidmaatschap van de Vereniging VEB NCVB kost voor Nederland en België € 72,50 [accept], voor landen binnen Europa € 122,50 en voor landen buiten Europa € 152,50 per jaar. Zie voor meer informatie onze website www.veb.net/lidmaatschap. U kunt zich telefonisch opgeven bij het secretariaat, tel. 070-313 00 00, of via www.veb.net/lidworden. Het rekeningnummer hiervoor is NL90INGB0004470100. Deze rekening is alleen bestemd voor contributies. Het lidmaatschap wordt automatisch verlengd, tenzij uiterlijk vier weken voor de vervaldatum schriftelijk een opzegging is ontvangen. Voor uitgebreide informatie over het lidmaatschap en het doorgeven van adreswijzigingen en opzeggingen verwijzen wij u naar onze website, www.veb.net/lidmaatschap.

Disclaimer

Deze editie is met de grootst mogelijke zorgvuldigheid samengesteld. De Vereniging VEB NCVB aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor mogelijke gevolgen die zouden kunnen voortvloeien uit het gebruik van de in deze uitgave opgenomen informatie. De Vereniging VEB NCVB behoudt zich het recht voor aangeboden advertenties te weigeren. Een in deze editie geplaatste advertentie betekent geen aanbeveling van de Vereniging VEB NCVB.

Teneinde de daaraan verbonden rechten ten behoeve van de belangenbehartiging voor haar leden uit te kunnen oefenen, houdt de Vereniging VEB NCVB in alle in Nederland genoteerde beursfondsen een belang van één of enkele aandelen. De Vereniging VEB NCVB houdt deze belangen voor lange termijn en doet daarvan slechts afstand na daartoe door een gerechtelijke uitspraak of anderszins te zijn gedwongen. Tenzij anders vermeld houden VEB-medewerkers geen belang in de bedrijven of beleggingsproducten waar zij in Effect of op de website over schrijven.

Druk

Roularta, België



Effect
ISSN 0165-6341