



ER CAPITAL NV
VERMOGENSBEHEER

Het Lexicon

Het aandelenuniversum van ER Capital

ER Capital Vermogensbeheer B.V.
Rotterdam, juni 2017

**"Risk comes from not knowing
what you are doing"**

- Warren Buffet -

Dit Lexicon is samengesteld door ER Capital Vermogensbeheer BV, een groepsmaatschappij van ER Capital NV. ER Capital Vermogensbeheer BV staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het zijn van een beleggingsonderneming als bedoeld in art. 2:65 lid 1 sub a Wft respectievelijk art. 2:96 Wft. De inhoud van dit lexicon is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend.

De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit lexicon, waaronder eventuele bekende waardes en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De in/via dit lexicon verstrekte informatie is geen aanbod, beleggingsadvies of financiële dienst. De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van ER Capital Vermogensbeheer BV, noch is de informatie bedoeld als basis voor beleggingsbeslissing. Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in dit lexicon vermelde aandelen en obligaties wordt verwezen naar de prospectus en eventuele financiële bijsluiter van deze aandelen en obligaties.

Inhoudsopgave

Voorwoord	4
Introductie: Wat werkt en wat werkt niet bij beleggen?	5
Nederland is de verrassende koploper in Europa	8
Het wordt beter in 2017, maar hoeveel beter?	10
Beleggingsbeleid	12
Performance ER Capital	13
Verwachte rendementen?	14
Sectoren	16
Banken	17
Verzekeraars	31
Energie	42
Chemie	57
Industrie	70
Transport	86
Telecom	96
Technologie	106
Media	119
Farmacie	133
Consumentengoederen	147
Detailhandel	164
Bouw & Overig	176
Dienstverlening	188
Over ER Capital	189
Alfabetische lijst van namen	190

Voorwoord

In januari van dit jaar publiceerde ER Capital Vermogensbeheer ***Het Lexicon, het aandelenuniversum van ER Capital***. De publicatie mag een groot succes genoemd worden. Cliënten en prospects wisten de inhoud hogelijk te waarderen. Het Lexicon bood ze een kijkje in de keuken van ER Capital.

Zodoende voldeed het Lexicon van meet af aan de doelstelling. Die was om cliënten en prospects tekst en uitleg te geven over hoe ER Capital aankijkt tegen de wereld van beleggen, tegen sectoren, bedrijven, aandelen en obligaties. De lezer of de gebruiker krijgt ook een beter inzicht hoe ER Capital tot zijn beleggingsbeslissingen komt, hoe wij sectoren en aandelen selecteren en hoe wij over meer dan 150 aandelen een opinie vormen.

Succes maakt hongerig en daarom hebt u nu de opvolger van het Lexicon van januari 2017 voor u liggen. Het is een verbeterde versie. Het aantal beginnersfouten en slordigheden is aanzienlijk verminderd, waardoor de leesbaarheid sterk is toegenomen. Mocht u echter toch nog op ongerijmdheden stuiten, laat het ons weten. Uw kritiek en aanwijzingen zullen wij in de komende versie verwerken.

In januari sloot ik het voorwoord af met de vaststelling dat het er de schijn van heeft dat beleggen verwordt tot het aankopen van trackers. Steeds meer banken en grote financiële instellingen sturen uit kostenoverwegingen hun analisten naar huis. Daar zit een voordeel aan. Er is meer ruimte gekomen voor onafhankelijk aandelenonderzoek. Bij ER Capital Vermogensbeheer juichen we deze ontwikkeling toe. ER Capital focust op directe belggingen, zo beleggen wij rechtstreeks in aandelen. Het Lexicon is het bewijs dat voor ons alleen het belang van de cliënt telt!

Sebo J. Eelkman Rooda, directeur

Wat werkt en wat werkt niet bij beleggen?

Wij bij ER Capital proberen een aantal zaken op een rijtje te zetten die interessant en belangrijk zijn voor beleggers. Wat zijn goede ankers in het maken van de juiste beleggingsbeslissingen?

Als eerste nemen wij het legertje analisten onder de loep.

Elk jaar weer worden er door banken voorspellingen gedaan door analisten wiens beroep het is om vooruit te kijken en te voorspellen wat de beurs gaat doen. Onderstaande grafiek geeft aan dat een gemiddelde naïeve voorspelling net zo goed is als de meest gesofisticeerde voorspelling. Analisten overschatten en onderschatten net zo gemakkelijk de beurskoersen als het weer wispelturig is. Met andere woorden: korte termijn beurskoersen zijn niet voorspelbaar, reden waarom wij hier geen gebruik van maken.

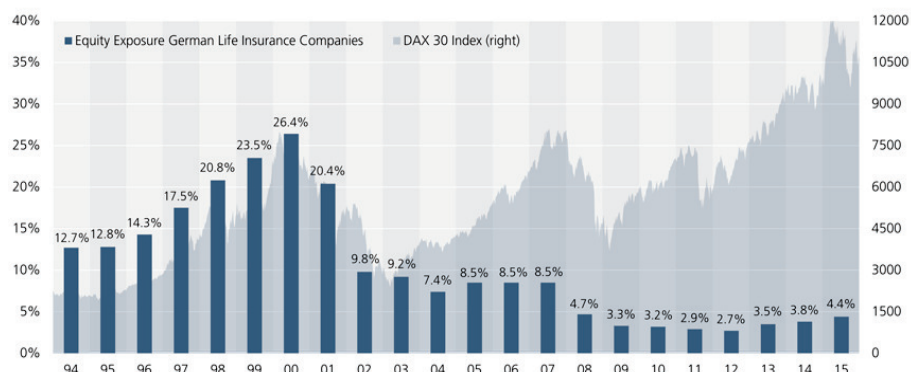
Boodschap: voorspellen is moeilijk, zeker wanneer het de toekomst betreft.



Vrij vertaald: elke dag luisteren naar beurspraatjes is een grote tijdverspilling, leidt af en geeft veel ruis in het beleggingsproces. Dagelijks volgen van beurskoersen en reageren op nieuws is niet verstandig als belegger.

Als tweede nemen een kijkje in de keuken bij de institutionele beleggers. Onderstaande grafiek geeft het aandelengewicht in de portefeuilles bij Duitse verzekeraars weer. Duidelijk is te zien dat op het hoogtepunt van de hype in 2000 de aandelenexposure maximaal is en vervolgens dit belang in de navolgende jaren alleen maar verder is afgebouwd, tegen de beweging van de DAX (Duitse beurs) in.

Boodschap: portefeuilles lijden niet echt van marktcorrecties, wel van slechte markttiming.



Vrij vertaald: het is beter om in de markt te zitten, dan proberen de markt te timen.

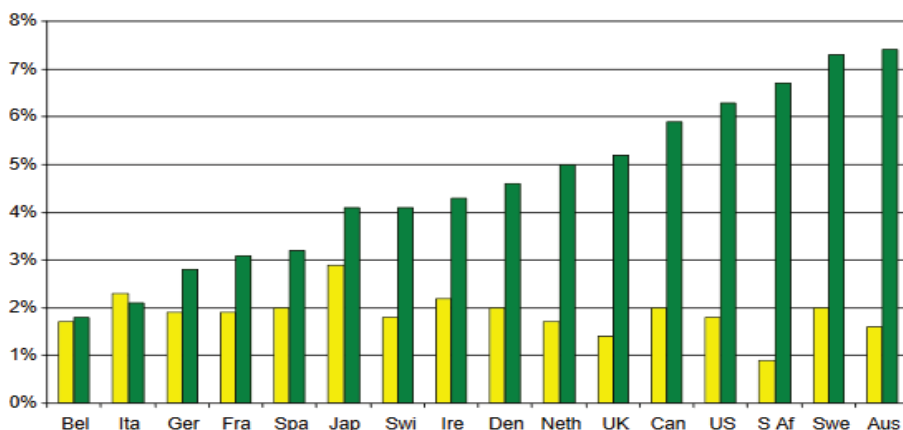
En dan is er een observatie uit het geweldige boek van Dimson, Marsh, Staunton, Triumph of the Optimist, 101 years of Global Investment Returns.

Onderstaande figuur komt uit dit boek. Het laat zien dat de reële (na inflatie) aandelenrendementen niet gecorreleerd zijn met de reële groei van het Bruto Nationaal Product (BNP). Het verband is zelfs negatief. Dat wil zeggen dat hoe hoger de groei, hoe lager de aandelenrendementen per saldo zijn.

Dit is een opmerkelijke conclusie, omdat bijna de hele beleggingsgoegemeente focust op economische groei.

De boodschap voor de belegger: groei en rendement zijn twee aparte zaken. Focus je op rendement.

Real Equity Return (green) and Real GDP Per Capita Growth (yellow), 1900-2002



Wat werkt dan wel?

Waardering is één van de beste voorspellers voor toekomstige rendementen.

Shiller-CAPE vs. performance 10-15 years

Country	Cor	0 - 10	10-15	15-20	20-25	25-30	>=30
France	-0.87	13.7%	12.1%	8.4%	8.3%	9.4%	0.2%
Germany	-0.94	10.2%	10.1%	7.1%	6.3%	3.9%	0.7%
Hong Kong	-0.93	11.0%	8.5%	6.4%	5.2%	4.3%	2.7%
Italy	-0.98			6.4%	4.0%	0.9%	-3.1%
Japan	-0.89			9.3%	7.3%	4.4%	-1.4%
Spain	-0.99	14.1%	11.6%	9.7%	5.1%	3.1%	0.8%
Switzerland	-0.88	10.9%	12.9%	11.4%	9.0%	6.8%	1.3%
UK	-0.96	12.3%	9.7%	6.2%	1.2%	0.5%	
USA	-0.95	11.6%	12.7%	8.2%	6.2%	3.8%	-0.4%
MSCI Indexes	-0.75	12.3%	9.3%	7.8%	6.6%	4.2%	0.5%

De tabel hiernaast geeft een aantal waarderingsmaatstaven. Overduidelijk is de negatieve correlatie tussen waardering en toekomstige rendementen. Met andere woorden hoe lager de waardering hoe hoger de toekomstige rendementen en omgekeerd. Dit geldt ook voor andere waarderingsmaatstaven.

Price-to-cashflow ratio

Country	Cor	0-4	4-6	6-8	8-10	10-12	>=12
France	-0.94	13.5%	10.1%	8.2%	5.6%	3.0%	0.0%
Germany	-0.93	10.3%	7.7%	6.3%	1.0%	-0.8%	-1.1%
Hong Kong	-0.51		6.3%	5.2%	8.2%	6.8%	5.6%
Italy	-0.92	7.0%	6.4%	3.6%	0.1%	-2.9%	-4.5%
Japan	-0.87			8.1%	2.2%	-0.9%	-3.0%
Spain	-0.95	12.2%	11.0%	8.9%	1.5%	0.5%	-0.6%
Switzerland	-0.88	12.5%	11.9%	12.5%	11.0%	9.1%	2.0%
UK	-0.93	12.4%	12.3%	9.6%	6.1%	5.6%	0.7%
USA	-0.93		11.9%	12.2%	7.9%	7.7%	-0.4%
MSCI Indexes	-0.65	14.1%	9.9%	8.5%	7.4%	5.5%	2.7%

Warren Buffet heeft hierover gezegd:

“Buying one dollar bills for 50 cents”

Boodschap: focus je op rendement en waardering.

In ons beleggingsproces screenen wij op rendement op geïnvesteerd kapitaal, op waardering maar ook op het hebben van een duurzaam competitief voordeel. Dit betekent dat wij een voorkeur hebben voor bedrijven die nagenoeg monopolie gaan bereiken op basis van producten en/of diensten die ze leveren.

Enkele voorbeelden van deze bedrijven in onze portefeuille:

- Google
- Walt Disney
- ASML
- Boeing
- Amgen

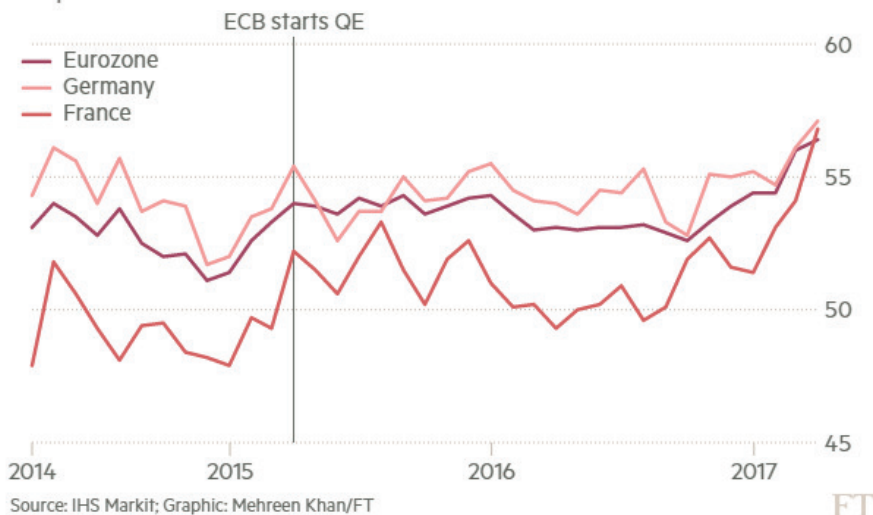
Bronnen: Starcapital, Dimson, Marsh, Staunton, Triumph of the Optimist, 101 years of Global Investment Returns.

Nederland is de verrassende koploper in Europa

Als alles volgens verwachting gaat, groeit de Nederlandse economie in 2017 met 2,1%. De opleving staat niet op zich. Ook de economie van de eurozone ontwikkelt zich in 2017 veel voorspoediger dan verwacht. Bij ER Capital geloven we daarom dat 2017 het jaar van het Europese aandeel wordt.

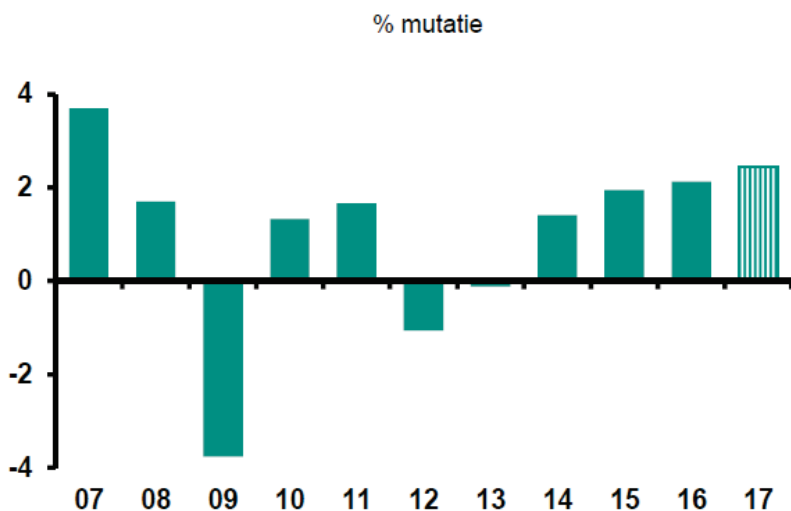
Eurozone's big two economies power growth in March

ComPOSITE PMI



Het bruto binnenlands product (bbp) van Nederland is vorig jaar met 2,1% gestegen. Dat is nog een fractie meer dan in 2015. In de eerste drie kwartalen van het afgelopen jaar liet het bbp een stabiele groei zien van steeds zo'n 0,7 à 0,8% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. In het laatste kwartaal viel de groei iets terug naar 0,6%. Dat was vooral te wijten aan een flinke krimp van de investeringen. In alle kwartalen was de groei hoger dan in de eurozone als geheel.

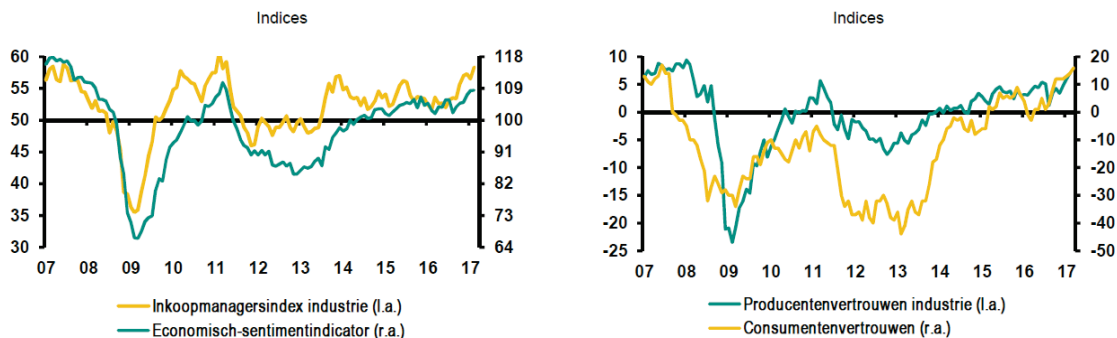
Figuur: Hoogste groei sinds 2007



De cijfers die tot dusverre over 2017 beschikbaar zijn, doen vermoeden dat de lichte terugval in het vierde kwartaal van 2016 niet doorzet. Die aanwijzing komt van de 'harde' cijfers, de uitkomsten en van de 'zachte' cijfers, stemmingsindicatoren. Om met de laatste te beginnen: in het slotkwartaal van 2016 was een opmerkelijke verbetering van deze 'barometers' van de Nederlandse economie te zien. Elke maand

liet het producentenvertrouwen in de industrie, de PMI, een verdere verbetering zien ten opzichte van de voorgaande maand. Deze trend zette min of meer door in de eerste maanden van dit jaar.

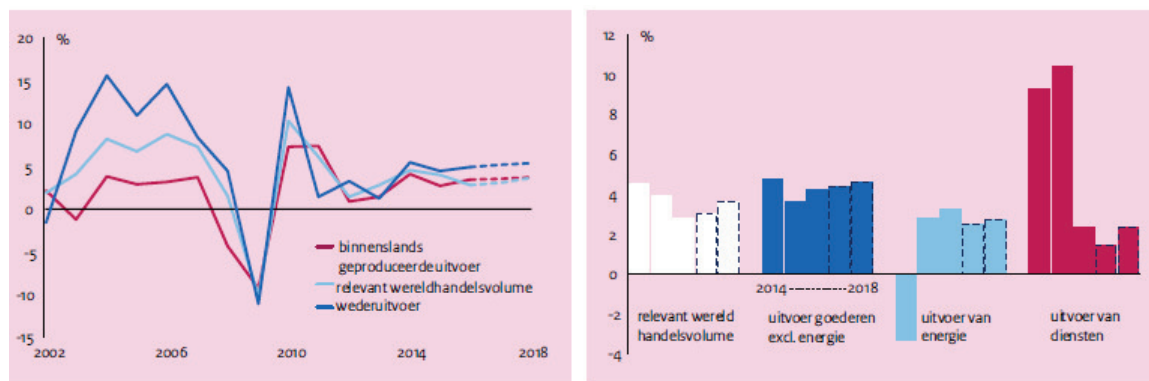
Figuur: Alle barometers laten een duidelijke verbetering zien



Ook het consumentenvertrouwen is flink verbeterd. Na een stabilisatie in de laatste maanden van vorig jaar is begin dit jaar weer de opgaande lijn ingezet. In 2007 was het vertrouwen voor het laatst zo hoog. De consument is vooral optimistischer over het economisch klimaat.

Doordat de meeste bestedingen dit jaar meer toenemen dan vorig jaar kan volgens het Centraal Planbureau (CPB) de bbp-groei oplopen naar 2,1%. Dat is dan vooral te danken aan een sterkere groei in de eerste helft van dit jaar. In de tweede helft van het jaar kan de groei wat afnemen. Dat heeft te maken met de wat minder krachtige expansie van de woninginvesteringen en de hogere inflatie. Die knaagt aan de koopkracht. Dat beeld van de woning-investeringen werkt door in 2017. Ook de export zal zich wat minder gunstig ontwikkelen. De aanvankelijke gedachte dat het stimulerende beleid van president Trump zou leiden tot een verdere waardestijging van de dollar en dus een goedkopere euro, lijkt onjuist. Aan de waardestijging van de dollar is al in januari een einde gekomen, en vervolgens heeft de dollar zelfs wat ingeleverd ten opzichte de euro. Daarmee valt ook het gunstige effect op de uitvoer weg. Alles bijeen genomen zal daarom de groei van de economie in 2018 naar 1,8% terugvallen, denken ze bij het CPB.

Figuur: Goederenuitvoer neemt sneller toe, die van diensten loopt terug

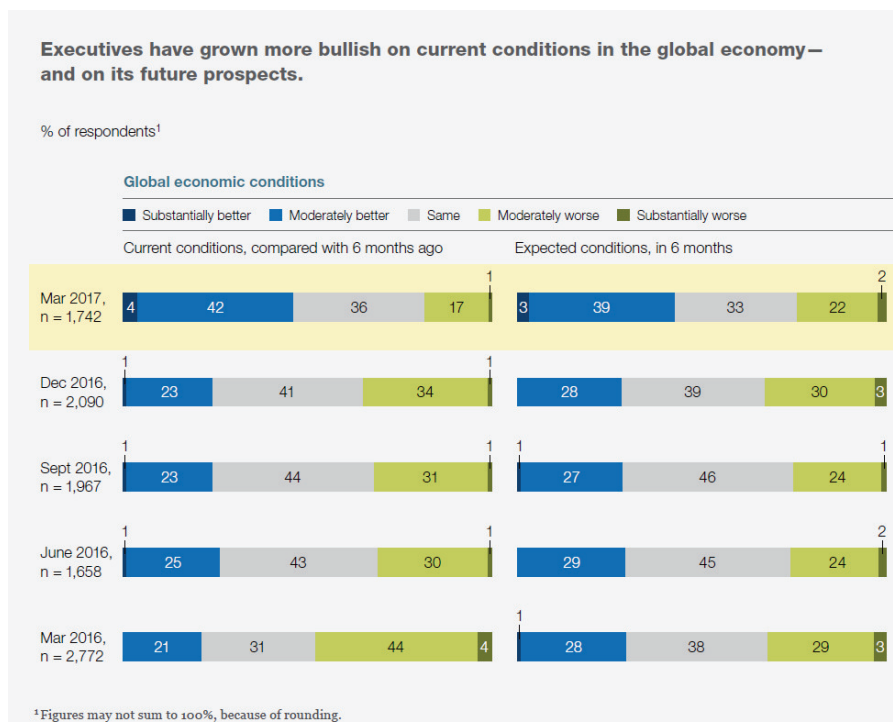


Is er dan geen wolkje meer aan de lucht? Nee, natuurlijk niet! Op het moment van schrijven is nog onduidelijk hoe de verkiezingen in enkele landen van de eurozone hebben uitgepakt. Tegenvallende uitkomsten kunnen het vertrouwen van beleggers, bedrijven en consumenten aantasten. Binnenkort starten de onderhandelingen over het vertrek van het VK uit de EU. Hoe gaan die verlopen? Wordt het hard gespeeld? En welke maatregelen Trump gaat nemen, is ook nog steeds niet duidelijk. Eventuele protectionistische maatregelen zullen schadelijk zijn voor de mondiale economische groei. Althans, dat is de communis opinio.

Het wordt beter in 2017, maar hoeveel beter eigenlijk?

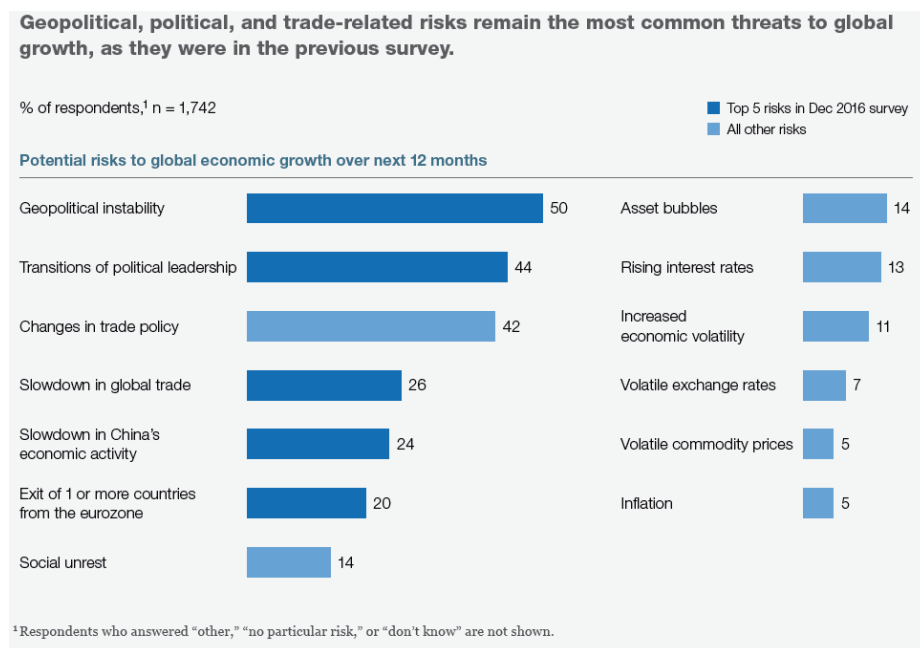


Hoe staat de wereldeconomie er eigenlijk voor? Dat willen de consultants van McKinsey ook weten en daarom sturen ze met de regelmaat van de klok vragenlijstjes naar CEO's van internationaal werkende bedrijven. De uitkomsten van deze enquêtes geven een globaal beeld van de trends op korte termijn. Dat maakt ze echter niet minder interessant voor de geïnteresseerde lezer.



De belangrijkste uitkomst van de eerste enquête in 2017 is, dat het optimisme weer terug is. Bijna de helft van de ondervraagden was van mening dat de wereld er nu beter voor staat dan een half jaar geleden. Toen was dat overigens maar 28%. Opvallend is wel, dat het optimisme beperkt is. Slechts 42% denkt dat de nabije toekomst er nog beter uitziet. Het zijn vooral de CEO's in de ontwikkelde landen die de toekomst met de nodige twijfel en terughoudendheid bezien.

De CEO's benoemden drie factoren, waardoor ze denken dat het met de toekomstige economische groei wel zal meevallen. De eerste is de aanhoudende geopolitieke instabiliteit, de tweede is die van de ongewenste verkiezingsuitslagen en de derde factor van belang zijn de groeiende spanningen rondom de wereldhandel. Vooral de derde factor baart de respondenten zorgen, zeker die uit de Verenigde Staten.



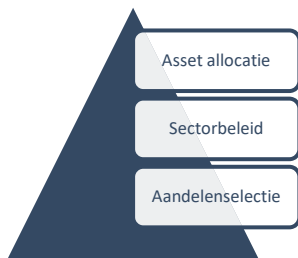
De ondervraagden zijn weer zeer tevreden met het huidige tempo van de wereldhandel. Een meerderheid is van mening dat de handel tussen hun eigen land en de rest van de wereld in de afgelopen maanden verbeterd is. Vooral uit Azië klinken tevreden geluiden. Dat is een heel verschil met pakweg zes maanden geleden. Toen was een meerderheid bang dat de internationale handel zou vertragen. Ze zijn zelfs van mening, dat het tempo de rest van het jaar eerder zal toe- dan afnemen. De Amerikanen zijn duidelijk het minst tevreden met de huidige gang van zaken. Een kleine meerderheid is zelfs bang dat de handel met het buitenland de komende 12 maanden gaat afnemen. Wereldwijd is dat maar 35%.

Een meerderheid van de CEO's is van mening dat het in eigen land de afgelopen maanden beter is gegaan. Vooral de Amerikanen zijn in dit opzicht tevreden, het zijn weer wel de bewoners van de Opkomende Markten die voor de komende maanden een verbetering van de economische omstandigheden verwachten. Mocht het binnenlands toch misgaan, dan is dat volgens veel respondenten het gevolg van verkiezingsuitslagen. Ondervraagden in de ontwikkelde landen voegen daar nog aan toe dat ze steeds bezorgder worden over een ongewenste wijziging in internationale handelspolitiek. Het is opnieuw niet verrassend dat vooral Amerikanen zich hier druk over maken.

Overall ligt de conclusie voor de hand, dat ondanks verbeteringen de neiging sterk aanwezig is de nodige slagen om de arm te houden. Was het niet Mark Twain die opmerkte: *voorspellen is moeilijk, vooral als het de toekomst betreft.*

Beleggingsbeleid

Het beleggingsbeleid van ER Capital is een combinatie van top down en bottom-up. In onderstaande figuur staat schematisch weergegeven waar wij beslissingen nemen en waarde toevoegen.



Assetallocatie: in ons beleggingscomité wordt besloten of wij aandelen willen overwegen, danwel onderwegen ten opzichte van het norm-gewicht. De bouwstenen die wij hiervoor toepassen zijn: waardering, sentiment, macro en thema's. Onderstaand is onze huidige tactische verdeling weergegeven als ook ons sectorbeleid. Momenteel is onze huidige tactische allocatie gelijk aan die van de strategische.

Obligaties

De benchmark van onze obligatieportefeuille is als volgt: 50% Barclays Euro Aggregate Total Return Hedged en 50% Barclays Government Euro Index. Bij deze keuze en samenstelling van de obligatieportefeuille hebben wij een indeling naar creditrating: van zogenaamd 'investment grade' tot high yield obligaties. De portefeuille bestaat voor 80% uit investment grade obligaties (zowel staatsleningen als bedrijfsobligaties). Momenteel kiezen wij voor een forse onderweging in staatsobligaties. Dit ten gunste van high yield obligaties waarvan wij 20% in de portefeuille opnemen. Het valuta risico is beperkt tot 10% van de obligatieportefeuille.

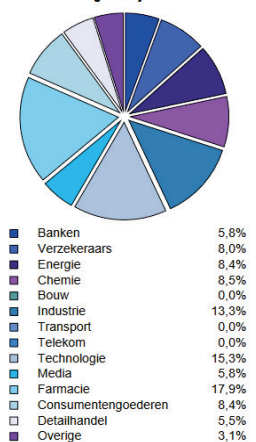
Aandelen

De benchmark voor onze aandelenportefeuille is een mix van de MSCI World en de MSCI Europe, elk voor 50%. Wanneer de allocatie is bepaald volgt de sectorindeling. ER Capital kent dertien sectoren met een hoofdindeling naar cyclisch (conjunctuurgevoelig) en niet cyclisch (defensief). De stand van de economie en de strategische verwachtingen bepalen hoofdzakelijk aan welke sectoren wij de voorkeur geven. In het sectorbeleid hebben wij een voorkeur voor niet-cyclische, R&D intensieve sectoren.

De specialisatie van het huis is de aandelenselectie. Hier kiezen wij voor fundamentele kwaliteit. Uit een database van ruim 22.000 namen kiezen wij op basis van kwantitatieve screening ons beleggings-universum van circa 200 namen. Deze aandelen van grote hoofdzakelijk Noord-Europese en Noord-Amerikaanse ondernemingen volgen wij intensief.

De keuze voor opname in de modelportefeuille wordt vervolgens bepaald op basis van marktleiderschap, research & development, rendement op vermogen, vrije kasstromen en waardering. Dit is een team-effort.

Sectorverdeling zakelijke waarden

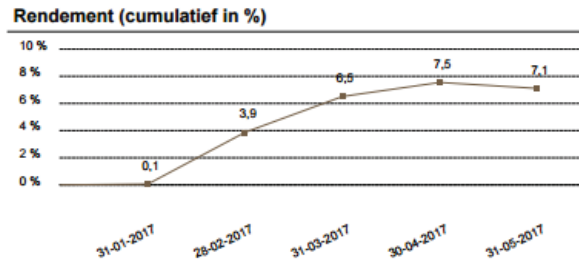


Performance ER Capital

Het lukte de aandelenmarkt in het eerste kwartaal van 2017 om de goede lijn uit 2016 voort te zetten. Met name gedreven door hoge rendementen in de banken en chemie sector, wisten de aandelenmarkten wereldwijd een plus van ruim 5% neer te zetten. Opvallend, voor het eerst in jaren, wisten de Europese aandelen markten het nog beter te doen met 10%. Hiermee lijkt Europa haar achterstand in te halen.

Als belangrijkste stijgers dit jaar willen wij noemen: Akzo, Apple, Heineken, Unilever en LVMH. Hiervan zijn er drie van eigen bodem.

Opvallend dit jaar is het grote aantal overnames en overname pogingen. Zo hadden we eerst een bod op Unilever en daarna een bod op AkzoNobel. In beide gevallen wilde de prooi van zijn belager af zien te komen. Blijkbaar zitten er nogal wat pareltjes in Europa en is het geld nog extreem goedkoop.



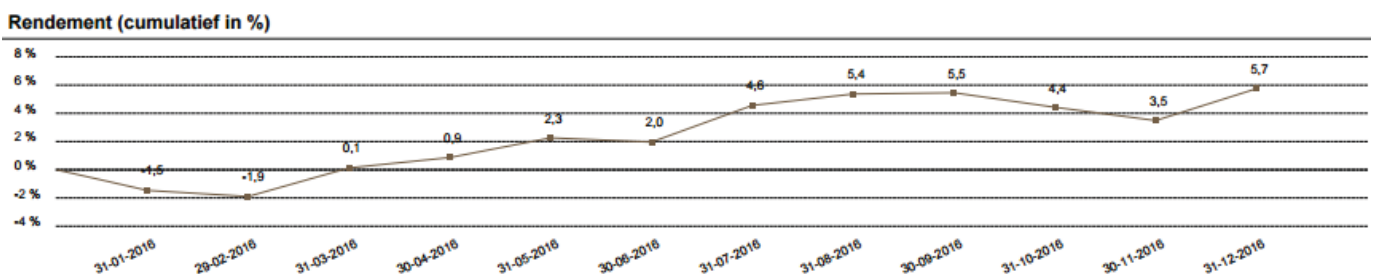
Figuur: ER Capital, Modelportefeuille Aandelen 2017

Dit brengt ons bij de obligatiemarkten. Gezien de lage rentestanden is het extreem moeilijk om met Europese staats- en bedrijfsleningen rendement te maken. Het credo: van een **risk free rate naar een rate free risk** doet hier zijn opgeld. Afgelopen jaar hebben de Europese obligaties een plus laten zien van 3%. Dit jaar staan de Europese rentemarkten in de min.

Wij hebben de volgende aanpak in onze obligatieportefeuilles:

- zeer sterke onderweging in Europese staatsleningen,
- opname van een mandje van wereldwijd gespreide bedrijfsleningen met het valuta risico afgedekt naar euro,
- enkele specifieke leningen met een variabele aanpasbare coupon,
- toevoeging van extra risico door opname van high yield.

Zowel afgelopen jaar als dit jaar laten de portefeuilles van ER Capital een outperformance van circa 2% zien ten opzichte van relevante benchmarks.



Figuur: ER Capital, Modelportefeuille Defensief 2016

Wilt u meer weten over deze cijfers, de benchmarks en hoe ze tot stand zijn gekomen, dan nodigen wij u uit om contact met ons op te nemen.

Verwachte rendementen?

Het is naar onze mening ondoenlijk een betrouwbare voorspelling te maken over het jaarlijks rendement van een beleggingsportefeuille. Betrouwbare historische rendementscijfers zijn gebaseerd op de statistieken van *Dimson, March, Staunton: "Triumph of the optimist: 101 years of global investment returns"*.

Figuur: Reële rendementen (na inflatie) 1900-2014, Bron: Dimson, March Staunton.

	Inflation	Bills	Bonds	Equity
Australia	3.8%	0.7%	1.7%	7.3%
Belgium	5.2%	-0.3%	0.4%	2.7%
Canada	3.0%	1.5%	2.2%	5.8%
Denmark	3.8%	2.1%	3.3%	5.3%
France	7.0%	-2.8%	0.2%	3.2%
Germany	*	-2.4%	-1.4%	3.2%
Ireland	4.2%	0.7%	1.6%	4.2%
Italy	8.2%	-3.5%	-1.2%	1.9%
Japan	6.8%	-1.9%	-0.9%	4.1%
Netherlands	2.9%	0.6%	1.7%	5.0%
South Africa	4.9%	1.0%	1.9%	7.4%
Spain	5.7%	0.3%	1.8%	3.7%
Sweden	3.5%	1.9%	2.8%	5.8%
Switzerland	2.2%	0.8%	2.3%	4.5%
UK	3.9%	0.9%	1.6%	5.3%
US	2.9%	0.9%	2.0%	6.5%
Max	8.2%	2.1%	3.3%	7.4%
Median	3.9%	0.7%	1.7%	4.8%
Average	4.5%	0.0%	1.3%	4.7%
Min	2.2%	-3.5%	-1.4%	1.9%

Hieruit kunnen risicopremies voor aandelen, obligaties en cash-instrumenten over diverse markten over diverse periodes ontleed worden.

De historische performances van de beleggingsportefeuilles van ER Capital zijn uiteraard beschikbaar. Deze prestaties uit het verleden zijn echter geen voorspelling, laat staan een garantie voor de toekomst.

In de volgende tabel staan verwachte rendementen, zoals wij die momenteel hanteren, weergegeven.

<i>Aandelen</i>	<i>Markt</i>	<i>Rendement</i>
	<i>Ontwikkeld</i>	<i>7-8%</i>
	<i>Opkomend</i>	<i>8-10%</i>
<i>Obligaties</i>	<i>Staat (euro)</i>	<i>0-2%</i>
	<i>Bedrijf</i>	<i>2-4%</i>
	<i>Hoog Rendend</i>	<i>5-6%</i>

Ten opzichte van de historische gemiddelden hebben wij afslagen genomen in verband met de extreem lage rendementsverwachting bij obligaties. De (historische) risicopremie voor aandelen (de opslag voor het nemen van aandelenrisico) bedraagt circa 5%.

Risico is inherent aan beleggen. Beleggingen kunnen nu eenmaal stijgen in waarde, maar ook dalen. Belangrijke aspecten om de risico's te beheersen zijn (1) de asset allocatie, (2) spreiding over sectoren, (3) strenge kwaliteitscriteria in de keuze van aandelen, (4) portefeuilleconstructie, (5) rebalancing, (6) monitoring, (7) mandaatbewaking, (8) doelstelling-bewaking.

De eerste drie factoren vallen onder de keuze die gemaakt worden bij het beleggingsbeleid. De andere factoren richten zich meer op het portefeuille beleid en natuurlijk de verbinding met de klant.

Portefeuille constructie: belangrijk bij de samenstelling van de portefeuille is dat er overwegend geen directionele posities in de portefeuille worden genomen. Vanzelfsprekend wordt bij het samenstellen van de portefeuille gekeken naar liquiditeitsrisico (vnl. beleggingen in large cap aandelen), renterisico (rentegevoeligheid is lager dan de benchmark) en valutarisico's (wereldwijd gespreide activiteiten).

Rebalancing: wanneer posities in de portefeuille te groot of te klein worden, brengen wij de portefeuille weer terug naar zijn oorspronkelijk staat. Dit gebeurt zowel op assetclass als individueel titel niveau.

Monitoring: continue monitoring en positie bewaking zorgt ervoor dat we dagelijks verifiëren of de posities die we ingenomen hebben ook overeenkomt met onze en de marktverwachtingen.

Mandaatbewaking: vanzelfsprekend toetsen wij uw risicoprofiel en de grenzen van dit profiel. Wanneer de portefeuilles aan hun mandaatgrenzen komen, wordt automatisch verkocht (bovenkant) of bijgekocht (onderkant).

Doelstellingbewaking: beleggingen staan in dienst van uw wensen en doelstellingen. Hier maken wij de brug naar uw persoonlijke situatie en stemmen wij de resultaten van ons beleid af met de wensen en doelstellingen zoals u dit heeft aangegeven.

Kortom, het beleggingsproces bij ER Capital kenmerkt zich als gestructureerd, gedisciplineerd en consistent. Het is gericht op kwaliteitsselectie en actieve risicobeheersing, waarbij gestreefd wordt naar de juiste balans tussen uw rendementsdoelstelling en het daarbij passende risiconiveau. De beleggingsbeslissingen worden genomen door een team van specialisten. Dit waarborgt de continuïteit van het beheer van uw portefeuille.

Mochten er omstandigheden zijn waardoor u af wilt wijken van het beleid dan zijn wij hier graag van op de hoogte. Hierdoor kunnen wij overleggen en mogelijk inspelen op uw veranderde behoefte.

Sectoren

Banken

Banken zijn van vitaal belang voor de economie. In de VS is de stimulering door de FED aan zijn einde aan gekomen: de FED heeft inmiddels tot tweemaal toe de rente verhoogd naar het huidige niveau van 0,75%. In Europa, Japan en China stimuleren de centrale banken nog volop om de kwakkelende en met schulden overladen economieën uit het dal te laten krabbelen.

- Europese banken zijn ook in 2017 nog steeds te zwak gekapitaliseerd. Risico's blijven groot.
- Strenge regelgeving van de ECB beperkt de armslag van de Europese banken bijvoorbeeld op het gebied van de kredietverlening. Dat beperkt de winstgevendheid.
- Amerikaanse banken zullen profijt hebben van het aantreden van Donald Trump als nieuwe president. De strenge regelgeving zal waarschijnlijk deels afgebouwd worden.
- Amerikaanse investment banks hebben geen Europese concurrentie meer.

ER Capital is **terughoudend** jegens (Europese) banken.



De favorieten binnen de sector zijn ABN Amro en ING.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
ING	5,30	Kopen	Gezonde bank met sterke basis in Benelux
ABN Amro	4,67	Kopen	Gezonde bank binnen Europese verhoudingen
Erste Group Bank	4,58	Kopen	Erste is heel sterk in emerging Europe
Goldman Sachs	4,41	Kopen	Heeft de beste contacten in het Witte Huis
Visa	4,39	Kopen	Presteert ook in moeilijke marktomstandigheden
JPMorgan Chase & Co.	4,39	Kopen	Sterke Amerikaanse bank profiteert van sterkere economie
BNP Paribas	3,89	Kopen	Bank loopt voor bij het noodzakelijke herstructureringsproces
UBS Group	3,61	Houden	Moet eigen doelstellingen loslaten
HSBC	2,70	Houden	Groeiende onzekerheid over de juistheid van de strategie
Credit Suisse	2,67	Houden	Richting turnaround is nog onduidelijk
Lloyds Banking Group	1,70	Houden	Onzekerheid over de effecten van de Brexit
Banco Santander	1,51	Houden	Turnaroud waarbij onzekerheden overheersen
Wells Fargo	0,79	Verkopen	Ondervindt nog steeds last van het schandaal in 2016

6 juni 2017

Koers	€ 22,96	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 27,00	17,6%
Uitstaande aandelen	940 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 21,582 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,805 Mrd.	
ISIN	NL0011540547	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,03	11,3	0,81	3,53%
2016	1,92	12,0	0,84	3,66%
2017^V	2,20	10,4	1,16	5,07%
2018^V	2,16	10,6	1,29	5,64%

Status	19-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

ABN Amro is een leidende bank in Nederland. Het voert voor zijn klanten een traditioneel pakket aan producten en diensten. De bank streeft ernaar te allen tijde te kunnen leunen op een stevige kapitaalsbuffer. De bank zoekt haar klantenkring in de sfeer van particuliere, MKB bedrijven en corporates, waarbij de nadruk ligt op het grondgebied van Nederland. De bank gaat er vooralsnog vanuit dat het een stabiele klantenkring heeft die garant staat voor een stabiele inkomstenstroom.

Huidige ontwikkelingen

De nettowinst van ABN in het 4de kwartaal viel met € 333 miljoen veel hoger uit dan waar analisten van uitgingen. Ook de kapitaalbuffer van de bank was beter dan voorzien. Zo hoefde de bank onder meer minder af te schrijven op bijvoorbeeld slechte leningen. Deze bedroegen € 114 miljoen tegen € 505 miljoen in 2015. Verder kreeg de bank er ook in het buitenland nieuwe zakelijke klanten bij. ABN AMRO boekte over heel 2016 gecorrigeerd voor eenmalige kosten, bijna € 2,1 miljard winst. Dat is 8% meer dan een jaar eerder. De resultaten werden wel gedrukt door reorganisatiekosten. Het financiële concern gaf geen concrete prognoses voor het nieuwe jaar. Wel werd opgemerkt dat de bank in 2017 naar verwachting enkele tientallen miljoenen meer kwijt is aan wettelijke heffingen als de bankenbelasting en het depositogarantiestelsel.

Motivatie

Het zijn moeilijke tijden voor het Europees bankwezen. Dan is het al een goede prestatie als een bank gewoon voldoet aan de marktverwachtingen. En dat doet ABN Amro. De bank slaagt erin om zijn rentemarge op peil te houden. Ook weet de bank goed te handelen om de huidige kredietrisico's te beteugelen. De bank lijkt eveneens in staat om zijn kostenontwikkeling redelijk in de hand te houden. Datzelfde geldt voor de balans. Al doende heeft ABN Amro één van de betere kapitaalsposities opgebouwd in Europa. Misschien wordt het tijd om wat meer aan de belangen van de aandeelhouder te werken in de vorm van een hoger dividend of inkoop eigen aandelen. Het aandeel is zeer redelijk geprijsd. Het dividendrendement van meer dan 5% voor 2018E is niet te versmaden en de uitkering gaat omhoog van 45% naar 50%. Het advies blijft Kopen en het aandeel is geschikt voor de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 5,80	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 6,13	5,7%
Uitstaande aandelen	14,317 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 83,036 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 6,204 Mrd.	
ISIN	ES0113900J37	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,44	13,2	0,19	3,33%
2016	0,43	13,4	0,16	2,76%
2017^V	0,46	12,6	0,21	3,69%
2018^V	0,50	11,6	0,23	3,90%

Status	19-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Spaanse Banco Santander is één van de grootste banken ter wereld. Banco Santander is wereldwijd actief en is zowel in haar thuismarkt als in verschillende Latijns-Amerikaanse landen marktleider. De bank focust zich met name op retail banking. Die activiteit is goed voor bijna driekwart van de omzet. De bank heeft naar eigen zeggen 117 miljoen klanten.

Huidige ontwikkelingen

Het tij begint geleidelijk te keren voor Banco Santander. Over het 4de kwartaal 2017 steeg de nettowinst naar € 1,6 miljard. Analisten gingen uit van € 1,48 miljard. Over heel 2016 kwam de winst uit op € 6,2 miljard, een stijging van 4%. De verbetering van de winst was vooral te danken aan hogere provisie-inkomsten en een verbetering van de kredietkwaliteit. Santander had weer last van negatieve valuta-ontwikkelingen. De rente-inkomsten over heel 2016 daalden licht van € 32,2 miljard in 2015 naar € 31,1 miljard in 2016. Daar staat tegenover dat het aantal slechte leningen daalde naar 3,93% van het totale aantal uitstaande leningen tegen 4,36% in 2015. Ook Tier 1 verbeterde en kwam uit op 10,55%.

Motivatie

Het ziet er naar uit dat 2016 voor Banco Santander het jaar van de turnaround is geworden. Natuurlijk zijn er nog grote problemen in de twee belangrijkste markten, het VK en Brazilië, maar er is duidelijk sprake van een verbetering van de resultaten. De bank is dan ook voorzichtig positief voor 2017. Daarmee zijn alle zorgen nog niet voorbij. Het Tier1 vermogen bedraagt nu 10,55% en de bank verwacht dat pas in 2018 11% haalbaar is. Nog in september verlaagde de bank haar verwachtingen voor de Return on Tangible equity voor 2018 van 12% -14% naar 8% - 10%. Hiermee is de bank een achterblijver in het peloton van Europese banken en verdient het aandeel een Houdenadvies. Er zijn aantrekkelijkere alternatieven.



6 juni 2017

Koers	€ 63,53	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 79,00	24,4%
Uitstaande aandelen	1,246 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 79,170 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 7,702 Mrd.	
ISIN	FR0000131104	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	5,90	10,8	2,31	3,64%
2016	6,18	10,3	2,70	4,25%
2017^V	5,84	10,9	2,97	4,68%
2018^V	6,22	10,2	2,98	4,69%

Status	27-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

BNP Paribas is in een Franse bank die in 2000 is ontstaan vanuit een fusie tussen BNP en Paribas. De bank beschouwt Frankrijk, België, Italië en Luxemburg als haar thuismarkt. De bank kent twee divisies. De eerste is Retailbanking & Services en de tweede is International Financial Services, waaronder een veelheid aan financiële dienstverlening valt buiten de genoemde thuismarkten, maar ook zaken als Wealth & Asset Management, Verzekeringen en Corporate en Institutional Banking.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten van de bank over het 4de kwartaal 2016 bleven achter bij de verwachtingen van de markt. De nettowinst ging omhoog van € 665 miljoen naar € 1,44 miljard. De omzet groeide licht met 2% naar € 10,66 miljard. Analisen waren uitgegaan van een winst van € 1,57 miljard. De teleurstelling was het gevolg van een afschrijving van € 127 miljoen voor de activiteiten in Polen en voor hersstructureringen in België. De cijfers werden positief beïnvloed door goede resultaten in de obligatiehandel. Inkomsten groeiden met 23%, waar de markt rekende op 40%. De core Tier 1 ratio kwam uit op 11,5%. Die moet 12% zijn tegen 2020. Over heel 2016 heeft BNP goed gepresteerd met een winstijging van 15% naar € 7,7 miljard. De verbetering is deels het gevolg van minder reserveringen voor dubieuze leningen en minder incidentele lasten.

Motivatie

BNP Paribas heeft moeite om de kosten in de hand te houden. Het doel is het operationele kostenniveau te verlagen tot onder 65% van de omzet. In 2016 lag het niveau op 68%. BNP heeft zich nu ten doel gesteld aan deze norm in 2020 te voldoen en heeft daarvoor een nieuwe strategie uitgestippeld. De bank gaat € 3 miljard investeren in verregaande digitalisering van zijn bedrijf. Dat moet in 2020 een kostenbesparing opleveren van € 3,4 miljard, waarvan € 2,7 miljard blijvend is. Ook moet de omzet jaarlijks met 2,5% groeien en gaat de dividenduitkering omhoog van 45% naar 50%. De RoE moet tot boven 10% uitstijgen tegen 9,5% in 2016. Het jaar 2020 moet het culminatiepunt worden van een hersteltraject dat inzette in 2014. BNP is daarmee veel verder gevorderd op het pad van herstel dan veel Europese concurrenten. Om deze reden en om de prettige waardering verhogen wij het advies van Houden naar Kopen. Het aandeel wordt nog niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	Fr. 13,27	(31/5/2017)
Koersdoel	Fr. 15,60	17,6%
Uitstaande aandelen	1,952 Mrd.	
Marktkapitalisatie	Fr. 25,896 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-Fr. 2,710 Mrd.	
ISIN	CH0012138530	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	0,94	14,1	0,70	5,28%
2016	-1,39	-9,6	0,70	5,28%
2017^V	1,02	13,0	0,65	4,87%
2018^V	1,52	8,7	0,73	5,47%

Status	27-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Credit Suisse is een wereldwijd opererende financiële instellingen die zijn klanten op meerdere terreinen bedient. Het gaat dan om Private Banking & Wealth Management en Investment Banking. Credit Suisse biedt zijn diensten aan aan corporates, institutionele beleggers en zeer vermogende particulieren. Over 2015 leed Credit Suisse een verlies van Sfr 2,944 miljard, maar het dividend werd gehandhaafd op Sfr 0,70.

Huidige ontwikkelingen

Credit Suisse heeft het jaar 2016 slecht afgesloten. Over het 4de kwartaal noteerde de bank een verlies van CHF 2,3 miljard. Over heel 2016 kwam het verlies uit op CHF 2,4 miljard. De omzet kwam uit op CHF 5,4 miljard en over heel 2016 op CHF 21,6 miljard. Dat was een daling van 7% ten opzichte van 2015. Het verlies over het 4de kwartaal was vooral te wijten aan een regeling met het Amerikaanse ministerie van \$ 5,3 miljard voor overtredingen in het verleden. Een bedrag van CHF 2,2 miljard kwam ten laste van de resultaatrekening van het 4de kwartaal.

Motivatie

Ondanks slechte cijfers over 2016 is Credit Suisse optimistisch over 2017. Het wijst daarbij op een meevallende core Tier 1 ratio over 2016. Die kwam uit op 11,6% en dat was beter dan verwacht. De bank maakte bovendien bekend dat het 5500 banen gaat schrappen, waardoor het kostenniveau gaat dalen tot onder CHF 18,5 miljard. Daarmee lijkt het herstelplan van CEO Thiam gelanceerd in 2015 handen en voeten te krijgen. Het is echter nog te vroeg om te juichen. Een IPO van zijn Zwitserse retailtak gaat niet door. Daarvoor in de plaats wil de bank CHF 5 miljard uit de markt halen wat tot een aanzienlijke verwatering zal leiden. Die emissie komt bovenop een emissie van CHF 6 miljard in 2015. Dan nog zal de leverage ratio uitkomen op ongeveer 3,2%. Dat is amper boven het vereiste minimum. Bovendien wordt de bank weer geassocieerd met belastingontduiking. We namen een afwachtende houding aan en handhaven het Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	€ 32,44	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 36,40	12,2%
Uitstaande aandelen	430 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 13,943 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,265 Mrd.	
ISIN	AT000065201	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,27	14,3	0,50	1,54%
2016	2,94	11,0	1,00	3,08%
2017^V	2,77	11,7	1,11	3,42%
2018^V	2,82	11,5	1,23	3,79%

Status	24-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Erste Group is een Oostenrijkse bank die in 1819 is opgericht. De bank heeft ruim 16 miljoen klanten in 7 verschillende landen en staat bekend om zijn grote blootstelling aan Centraal- en Oost-Europa. Het is zowel een retailbank als een investeringsbank. Door zijn activiteiten in voormalig Centraal- en Oost-Europa heeft Erste Group moeilijke jaren achter de rug. Nog in 2014 ondervond Erste Group daar nog de naweeën van. In Hongarije en in Roemenië had de bank last van veel slechte leningen, maar ook van een krimpende kredietverlening. Over heel 2014 leed Erste Group een verlies van € 1,4 miljard en zag de bank zich genoodzaakt om het dividend te schrappen.

Huidige ontwikkelingen

Erste Group Bank heeft een degelijk 2016 achter de rug. De nettowinst kwam uit op € 1,26 miljard. Die winst was mede te danken aan een lager kostenniveau. Het operationeel resultaat daalde echter met 8% naar € 2,663 miljard. Die daling was vooral te wijten aan hoge investeringen in de IT Infrastructuur van de bank. De Cost/Income ratio kwam uit op 60,2% tegen 57,1% in 2015. De leningenportefeuille groeide met € 4,8 miljard, terwijl de instroom van nieuwe spaargelden ruim € 10 miljard bedroeg. De core Tier 1 ratio bedroeg 13,4%. De rente-inkomsten van de bank daalden met 1,6% naar € 4,374 miljard, volgens de bank vooral het gevolg van de lage rente. Voor 2017 verwacht Erste een Return on Tangible Assets van meer dan 10%.

Motivatie

Erste Group ziet de post dubieuze debiteuren kleiner worden en het aantal uitstaande leningen voorzichtig groeien als gevolg van een opleving van de vraag in Midden- en Oost Europa. De leningenportefeuille zal dankzij die goede economie met 4% - 7% toenemen. Dat is in lijn met de doelstelling van de bank. Tegelijk slaagt de bank er in de kapitaalspositie te verbeteren. De Tier 1 ratio bedroeg 13,4%, royaal boven de benodigde 12,5%. Het dividendrendement is behoorlijk aantrekkelijk, zeker als je bedenkt dat de K/W voor 2017E iets meer dan 10X bedraagt! Het aandeel is geschikt voor de meer offensieve beleggers, maar niet voor de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 218,42	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 248,00	13,5%
Uitstaande aandelen	433 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 94,547 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 7,398 Mrd.	
ISIN	US38141G1040	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	12,10	18,1	2,55	1,17%
2016	17,09	12,8	2,60	1,19%
2017^V	19,40	11,3	2,83	1,30%
2018^V	21,45	10,2	3,04	1,39%

Status	19-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Goldman Sachs is actief op veel terreinen van de financiële sector. Het is actief in zulke segmenten als investment banking, investment management en effectenverkeer. De investment bank doet het liefst zaken met institutionele partijen en zeer vermogende particulieren. Sinds de crisis kan ook een doorsnee particuliere belegger bij Goldman aankloppen om een rekening te openen. Goldman is ook actief in asset management, M&A en private equity. Het is ook een primary dealer in Amerikaans schatkistpapier.

Huidige ontwikkelingen

Goldman Sachs heeft een uitstekend 4de kwartaal achter de rug. De omzet kwam uit op \$ 8,17 miljard, een stijging van 12% ten opzichte van 2015. Consensus bedroeg \$ 7,76 miljard. Over heel 2016 daalde de omzet met 9% naar \$ 30,6 miljard als gevolg van een zwakke eerste helft van 2016. De nettowinst kwam uit op \$ 2,35 miljard ofwel een wpa van \$ 5,08 tegen \$ 1,27 een jaar eerder. In dat jaar daalde de winst vanwege de talloze boetes die de bank moest betalen. Grote winnaar was de divisie Fixed income Trading die de omzet met maar liefst 78% zag stijgen naar een waarde van \$ 2 miljard tegen de consensus van \$ 1,62 miljard.

Motivatie

Er lijken betere tijden aan te breken voor Goldman Sachs. Het ziet er naar uit dat onder de nieuwe president de strenge regelgeving voor banken versoepeld zal worden. Bovendien gaan overheidsinvesteringen waarschijnlijk sterk omhoog en dat jaagt de rente op schatkistpapier omhoog, evenals de economische groei. Al deze factoren kunnen goed uitpakken voor Goldman Sachs, dat sterk leunt op traden, fixed income en commodities. Ook de verwachte renteverhogingen zullen de activiteiten op de financiële markten verder opjagen en voor betere marges zorgen. Belastingverlagingen kunnen Goldman ook een handje helpen in 2017. Goldman Sachs lijkt op weg om zijn winstgevendheid de komende jaren weer te verbeteren, evenals zijn kasstromen. De Return on Equity is met 11,4% de hoogste in de sector. Het aandeel is niet overdreven geprijsd en doet een discount ten opzichte van de concurrentie. Goldman is in onze visie weer koopwaardig, maar niet geschikt voor de Modelportefeuille

6 juni 2017

Koers	£ 6,78	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 6,87	1,3%
Uitstaande aandelen	19,542 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 132,476 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 2,479 Mrd.	
ISIN	GB0005405286	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	0,48	14,1	0,33	4,92%
2016	0,13	53,4	0,37	5,53%
2017^V	0,43	15,7	0,36	5,36%
2018^V	0,47	14,5	0,36	5,31%

Status	28-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

HSBC is één van de grootste financiële organisaties ter wereld. De bank is opgericht in 1865 om de handel tussen Azië en Europa te financieren. De bank heeft beursnoteringen in Hong Kong, Londen, New York, Parijs en Bermuda. Het hoofdkwartier is gevestigd in Londen. HSBC kent vier hoofdactiviteiten: Retail Banking en Wealth Management, Commercial Banking, Global Banking and Markets en Global Private Banking.

Huidige ontwikkelingen

Het jaar 2016 is dramatisch geëindigd voor HSBC. De winst voor belastingen kelderde van \$ 18,87 miljard in 2015 naar \$ 7,1 miljard in 2016. De wel zeer forse daling was te wijten aan hoge kosten voor herstructureringen en afschrijven op de waarde van de private banking activiteiten in Europa. De omzet daalde met 2% en de nettowinst ging omlaag van \$ 13,5 miljard naar \$ 2,48 miljard. Over het 4de kwartaal leed de bank een verlies van \$ 4,2 miljard, waarbij opvalt dat het verlies tot stand kwam over de volle breedte van de bankactiviteiten. De bank kondigde aan in 2017 opnieuw voor een bedrag van \$ 1 miljard in the kopen. Dat was minder dan gehoopt. De doelstelling voor kostenreductie gaat omhoog van \$ 4,5 - \$ 5 miljard naar \$ 6 miljard. Een lichtstraaltje was dat gecorrigeerd voor eenmalige lasten de winst voor belastingen slechts 1% daalde.

Motivatie

Het management van HSBC is zeer terughoudend over 2017. Er is onzekerheid over de Brexit en over het beleid van Donald Trump. Los daarvan groeit bij beleggers de onzekerheid over de strategie die de bank sinds 18 maanden volgt. Die komt erop neer dat CEO Stuart Gulliver snijdt in activiteiten die niet voldoen en de vrijgekomen middelen investeert in gebieden die meer perspectieven bieden. Er waren plannen om \$ 150 miljard in China te investeren. Die plannen pakken minder uit dan verwacht, omdat de economische ontwikkelingen in China tegenvallen. Dat neemt niet weg dat Azië van vitaal belang is voor de bank. Ongeveer tweederde van de winst komt uit dit deel van de wereld. In Europa en Latijns-Amerika blijft het echter behelpen en is er nog veel puin uit het verleden te ruimen. Ook torst de bank dure schuld met zich mee en blijven de kosten voor compliance nog steeds stijgen. Voor de korte termijn is er weinig uitzicht op snelle verbetering. Daarom handhaven we het advies Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 14,85	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 17,80	19,9%
Uitstaande aandelen	3,870 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 57,443 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 4,651 Mrd.	
ISIN	NL0000303600	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	1,09	13,6	0,72	4,88%
2016	1,20	12,4	0,67	4,54%
2017^V	1,23	12,1	0,69	4,66%
2018^V	1,29	11,5	0,72	4,86%

Status	19-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

ING Groep is een wereldwijd opererende financiële dienstverlener die voorheen ook aan vermogensbeheer en assurantiën deed, maar zich tegenwoordig meer op het bankwezen richt. Het merendeel van de verzekeringsactiviteiten is, in de nasleep van de kredietcrisis, afgestoten. In 2014 lijkt er een einde gekomen aan een lange periode van herstructureringen die de bank heeft moeten doorvoeren na de redding door de Nederlandse Overheid in 2009. Het voorlopig eindpunt was de verzelfstandiging van de verzekeraar en belegger NN Group.

Huidige ontwikkelingen

ING heeft een goed 4de kwartaal 2016 achter de rug. De onderliggende winst kwam uit op € 1,38 miljard waar analisten rekenden op € 1,15 miljard. De wpa kwam uit op € 0,21 en voor heel 2016 € 1,09. Het goede nieuws was verder dat alle kernactiviteiten aan de winstgroei bijdroegen. Voor heel 2016 bedroeg de onderliggende winst € 4,976 miljard, gedreven door vooral sterke resultaten in wholesale banking, terwijl kosten omlaag gingen. Zo daalde de post dubieuze leningen met 54%. Tier 1 kwam uit op 14,2%. Over heel 2016 trok ING 1,4 miljoen nieuwe klanten aan. De deposito's groeiden met 5,6% naar € 28,5 miljard. De kredietverlening steeg met 6,5% naar € 34,8 miljard. ING is er nagenoeg zeker van dat de doelstellingen voor 2020 (vervroegd) gehaald zullen worden.

Motivatie

Het werkterrein van ING beperkt zich grotendeels tot de Benelux. Het herstel van de Nederlandse economie en de huizenmarkt duurt ook in 2017 voort, maar in België gaat het minder! Daarnaast opereert ING met succes op de Duitse retailmarkt en de Duitse markt voor het MKB. Dankzij Nederland en Duitsland is de kwaliteit van de organische groei beter dan die van veel concurrenten. Onder de huidige omstandigheden lijkt het bijna vanzelfsprekend dat de bank zijn RoE steeds verder kan verbeteren. In 2016 kwam die uit op 11,6% tegen 10,8% in 2015. Een verdere verbetering ligt in het verschiet. Het core Tier 1 kapitaal is met meer dan 14% bevredigend hoog. Het dividendrendement oogt zeer aantrekkelijk, evenals de koerswinst-verhouding. De recente stresstest pakt redelijk goed uit voor ING. Het aandeel is geschikt voor alle portefeuilles. Het hoort in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 83,90	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 108,00	28,7%
Uitstaande aandelen	3,698 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 310,268 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 24,733 Mrd.	
ISIN	US46625H1005	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	6,00	14,0	1,72	2,05%
2016	6,69	12,5	1,85	2,21%
2017^V	6,68	12,6	2,02	2,41%
2018^V	7,73	10,9	2,31	2,75%

Status	19-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Deze bank is een allround financiële instelling. Het biedt grote bedrijven wereldwijd financiële diensten aan, maar tevens is het actief op de retailmarkt voor de consument en het midden- en kleinbedrijf. De dienstverlening is breed en varieert van zakenbankieren, dienstverlening aan de overheid, vermogensbeheer, dienstverlening op het gebied van effecten, private banking en credit cards. JP Morgan bedient instellingen, corporates, mkb en particulieren. Ultimo 2014 bedroegen de totale assets van JP Morgan ruim \$ 2,5 biljoen (\$ 2500 miljard).

Huidige ontwikkelingen

JP Morgan profiteerde van de verkiezing van Trump tot president van de VS. De nettowinst van de corporate & investment divisie steeg met maar liefst 96% naar \$ 3,4 miljard. De sterke verbetering was vooral te danken aan de sterke opbloei van de tradingactiviteiten na de verkiezingen. De Retaildivisie profiteerde niet en liet een daling van de winst met 2% zien naar \$ 2,4 miljard. De omzet steeg met 2% naar \$ 23,4 miljard. De WpA tenslotte kwam uit op \$ 1,71. De markt rekende op \$ 1,43. De RoE daalde naar 10%. De doelstelling is een RoE van ongeveer 15%. De bank schreef de tegenvallende uitkomst toe aan de onrust op de financiële markten aan het begin van het jaar.

Motivatie

JP Morgan verwacht voor 2017 een aanhoudende verbetering van de rente-inkomsten. Na enkele moeilijke jaren verwacht de bank ook dat de leningenportefeuille blijft groeien en dat de commissie-inkomsten blijven stijgen. JP Morgan trekt echter ook veel profijt uit de balansverkorting van de laatste jaren en van het opdrogen van de regen aan boetes. De bank verwacht bovendien in een moeilijke markt zijn Tier1 te kunnen verbeteren tot boven 14% in 2017. Het dividendrendement komt niet in gevaar. De K/W van voor 2017E is nog niet erg belastend. Het advies blijft Kopen, maar we nemen het aandeel niet op in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	£ 0,71	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 0,73	2,4%
Uitstaande aandelen	71,374 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 50,889 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 2,413 Mrd.	
ISIN	GB00B3KS9W93	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	0,09	8,4	0,02	3,16%
2016	0,03	21,1	0,03	4,86%
2017^V	0,07	10,1	0,04	5,56%
2018^V	0,07	10,4	0,04	5,97%

Status	24-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Deze bank is het resultaat van een fusie in 1985. Het is een full service bank die zowel particulieren als bedrijven bedient. Het werkterrein blijft hoofdzakelijk beperkt tot het Verenigd Koninkrijk en enkele voormalige kolonies. Over 2015 boekte de bank een winst van GBP 956 miljoen. Dat was een min van 36%. Het dividend bedroeg 2,25p en de winst per aandeel bedroeg 0,8p. Het groot deel van het dividend is enkele jaren opgeschort, omdat de bank betrokken bleek bij een ernstig verzekeringschandaal.

Huidige ontwikkelingen

Lloyds zag zijn winst voor belastingen over heel 2016 verdubbelen naar GBP 4,2 miljard. Bovendien kondigde het een dividend aan van 2,2p per aandeel. Het mooie dividend en de verdubbeling van het resultaat zijn het gevolg van aanzienlijk lagere reserveringen voor het Payment Protection Insurance schandaal. In 2016 bedroeg de reservering GBP 1 miljard tegen GBP 4 miljard in 2015. Analisten waren echter uitgegaan van een winst van GBP 4,4 miljard. In totaal heeft Lloyds GBP 17 miljard moeten reserveren voor het PPI schandaal. Gecorrigeerd hiervoor daalde de onderliggende winst van GBP 8,1 miljard naar GBP 7,9 miljard. De rentemarge verbeterde licht van 2,63% naar 2,71%. De Tier 1 ratio kwam uit op 13,8% tegen 13% een jaar eerder.

Motivatie

Lloyds ziet zich geconfronteerd met een tegenvallende vraag naar kredieten. De alsmaar dalende rente zette bovendien druk op de marges. De bank denkt dat de rente door het dal heen is. Bovendien zijn de gevolgen van de Brexit tot dusverre minder ingrijpend dan gevreesd. De onzekerheid over de mogelijke gevolgen van de Brexit houden echter voorlopig aan. Om de winst toch op niveau te houden gaat de bank opnieuw het mes in de kosten zetten. Bovenop de 9.000 ontslagen sinds 2015 komen er nog eens 3.000 bij tot 2019. Dat moet een besparing opleveren van in totaal GBP 1,4 miljard. Lloyds zegt dat die maatregelen nodig zijn om te voorkomen dat de bank zijn dividendverplichtingen niet meer kan nakomen. Onzekerheid op korte termijn is troef. Op basis van de aanhoudende onzekerheid blijft het advies Houden.

6 juni 2017

Koers	Fr. 15,52	(31/5/2017)
Koersdoel	Fr. 17,40	12,1%
Uitstaande aandelen	3,850 Mrd.	
Marktkapitalisatie	Fr. 59,752 Mrd.	
Nettowinst (2016)	Fr. 3,204 Mrd.	
ISIN	CH0244767585	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	1,67	9,3	0,79	5,07%
2016	0,83	18,6	0,61	3,92%
2017^V	1,24	12,5	0,64	4,09%
2018^V	1,41	11,0	0,73	4,73%

Status	19-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

UBS biedt financiële diensten aan vermogende particulieren, bedrijven en institutionele beleggers. Het gaat om diensten op het gebied van investment banking, retail banking, corporate en institutional banking, om wealthmanagement en om asset management. Over 2015 boekte UBS een winst van Sfr 6,203 miljard. In 2015 begon UBS weer met het uitkeren van een dividend. Dat was opgeschort in 2014.

Huidige ontwikkelingen

De moeizame periode, waarin UBS al enkele jaren verkeert, wil maar niet ophouden. Ook de cijfers over het 4de kwartaal vielen niet mee. De bank was het slachtoffer van de verkiezing van Trump. UBS had verkeerd gegokt waardoor er fors verloren werd op de obligatieportefeuille. Daarnaast had de bank last van valutaire tegenwind in de Opkomende Markten. Forex en fixed income lieten een daling zien van 12% naar Sfr 341 miljoen. Dat was aanzienlijk minder dan de consensus van Sfr 434 miljoen. De prestaties van UBS op het gebied van Fixed Income vormen het spiegelbeeld van de prestaties van Amerikaanse banken die juist van de opleving op de fixed income markt profiteerden. UBS deed het op zijn beurt weer wel goed op de aandelenmarkten. Daar stegen de inkomsten met 22% naar Sfr 891 miljoen. Ook deze prestatie is een spiegelbeeld van de prestaties van de Amerikaanse banken. Tier 1 kwam uit op 13,8%.

Motivatie

Sinds 2012 voert UBS een andere koers. De bank streeft naar een meer stabiele inkomstenstroom. Het accent moet meer bij private banking komen liggen en wealth management. Het nadeel is wel dat op deze terreinen marges lager zijn dan bij investment banking. Voorlopig blijft nog een lange weg af te leggen om aan de eigen doelstellingen te voldoen. Zo is de doelstelling voor de cost/income ratio een percentage tussen 60%-70%, maar UBS heeft deze doelstelling voorlopig losgelaten. Ook de doelstelling van een RoTE van 15% lijkt voorlopig onhaalbaar. De doelstelling van een Core Tier1 van tenminste 13% is duidelijk haalbaar. Het langer worden van de weg naar herstel brengt ons ertoe het Houdenadvies voorlopig te handhaven.

6 juni 2017

Koers	\$ 94,72	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 112,00	18,2%
Uitstaande aandelen	2,400 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 227,328 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 5,991 Mrd.	
ISIN	US92826C8394	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,58	36,7	0,48	0,51%
2016	2,50	37,9	0,59	0,62%
2017^V	3,36	28,2	0,67	0,71%
2018^V	3,93	24,1	0,75	0,79%

Status	24-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

VISA is vooral bekend vanwege de creditcarddiensten die zij verleent. Betalingen worden bekrachtigd door middel van het plaatsen van een handtekening of de pincode.

VISA bestaat uit twee grote onderdelen. Visa Inc is een beursgenoteerd bedrijf waarin de Amerikaanse belangen zijn opgenomen. In het niet-beursgenoteerde Visa Europe zijn de Europese belangen gegroepeerd en zijn de deelnemende banken de eigenaars.

Huidige ontwikkelingen

Opnieuw heeft Visa Inc. een goed kwartaal achter de rug. Het 4de kwartaal van het gebroken boekjaar 2015/2016 leverde een winststijging op van 28% naar een totaal van \$ 1,93 miljard ofwel een WpA van \$ 0,79. Gecorrigeerd bedroeg de WpA \$ 0,78 royaal boven de consensus van \$ 0,73. De omzet steeg met 19% naar een totaal van \$ 4,26 miljard en dat was in lijn met de verwachtingen. Voor het hele fiscale jaar 2016 bedroeg de omzetstijging 8,7% naar een bedrag van \$ 15,1 miljard. Volgens het management worden de eerste vruchten zichtbaar van de overname van Visa Europe. Visa Inc. verwacht voor het huidige fiscale boekjaar 2017 een omzetstijging van 16% - 8%. Voor de verdere integratie van Visa Europe is een bedrag gereserveerd van \$ 80 miljoen.

Motivatie

De guidance voor 2017 verradt dat de overname van Visa Europa inderdaad een versnelling van de groei brengt. Voor 2017 ligt niet alleen een dubbelcijferige omzetgroei in het verschiet, maar ook een stijging van de winst met misschien wel 20%. Die versnelling in de groei van omzet en winst rechtvaardigt de hoge koers-winstverhouding voor 2017E. We handhaven daarom ondanks de hoge waarderingen het Koopadvies voor Visa. We hebben het aandeel niet opgenomen in onze Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 52,16	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 57,10	9,5%
Uitstaande aandelen	5,133 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 267,756 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 21,938 Mrd.	
ISIN	US9497461015	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,10	12,7	1,48	2,83%
2016	4,27	12,2	1,52	2,91%
2017^V	4,18	12,5	1,57	3,01%
2018^V	4,53	11,5	1,68	3,22%

Status	24-4-2017
Advies	Verkopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Deze bank is sluipenderwijs de grootste bank van de Verenigde Staten geworden. Ze biedt haar klanten elke denkbare financiële dienst aan, variërend van hypotheek tot beleggingsadvies en credit cards. Wells Fargo heeft filialen over heel Noord-Amerika, maar legt steeds meer het accent op het internet. De bank heeft een zeer sterke positie als depositobank!

Huidige ontwikkelingen

Wells Fargo heeft een moeizaam 4de kwartaal 2016 achter de rug. De nettowinst daalde van \$ 5,6 miljard in 2015 naar \$ 5,3 miljard in 2016. De omzet stagneerde bij \$ 21,6 miljard. Ook de RoE daalde van 11,93% naar 10,94%. Daarmee is de RoE wel hoger dan van menig concurrent. De rentemarge daalde van 2,92% naar 2,87%. Een sterke groei van de leningenportefeuille liet de rente-inkomsten stijgen met 7% naar \$ 12,4 miljard. De WpA kwam uit op \$ 0,97 waar de markt uitging van \$ 1,00. Over het hele jaar daalde de nettowinst met 4,4% naar \$ 21,9 miljard.

Motivatie

Jarenlang was Wells Fargo de minst omstreden bank in de Verenigde Staten. De bank kwam de crisis door zonder schandalen en kleerscheuren. Van dat mooie blazoen is niets meer over nu blijkt dat medewerkers klanten hebben opgelicht. De geschiedenis leert dat dit soort zaken een slepend karakter kunnen krijgen en dat gebeurt daadwerkelijk. Het ene na het andere belastende rapport verschijnt. Ook de onkosten als gevolg van het schandaal lopen op en klanten stemmen nog steeds met hun voeten wat zeker niet goed is voor de koersontwikkeling. Wij raden aan het aandeel voorlopig niet te kopen. De resultaten over het 4de kwartaal waren beslist niet slecht, maar het slechte nieuws domineert nog steeds.

Verzekeraars

De verzekeringssector zal de komende jaren structureel blijven veranderen. Meerdere technologische, maatschappelijke en economische ontwikkelingen, een veranderend klantgedrag én de veranderende wet- en regelgeving hebben hun weerslag op de sector.

- Solvency II stelt hoge eisen aan het Tier1 vermogen.
- De individuele levensverzekering heeft zijn tijd gehad en de concurrentie bij Schade is enorm.
- Lage rente beïnvloedt negatief het verdienvermogen van de verzekeraars vanwege de uitstaande, gegarandeerde verplichtingen.
- Veelbelovend alternatief is de non-bancaire kredietverlening.
- Nieuwe ronde van consolidatie komt eraan.

ER Capital is **terughoudend** op verzekeraars.



Onze favorieten binnen de sector zijn: Aegon, AXA en Nationale Nederlanden Group (NN):

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Nationale Nederlanden	29,97	Kopen	Sterke solvencypositie in combinatie met dividend en buybacks
Aegon	25,64	Kopen	Rentestijgingen plus operaties VS zorgen voor sterk herstel
AXA	24,11	Kopen	Gezonde solvencypositie en mooi rendement
ASR	24,06	Kopen	Gespreide portefeuille en solide kapitaalspositie
Zurich Insurance	23,87	Kopen	Sterke solvencypositie in combinatie met dividend en buybacks
AIG	21,53	Kopen	Dankzij Carl Icahn meer nadruk op winst en dividend
Allianz	21,43	Houden	Eisen Solvency II en druk op beleggingsinkomsten
Metlife	20,45	Houden	Uitkomsten transformatie laten op zich wachten
Prudential Financials	20,20	Houden	Effect renteverhogingen beperkt
Delta Lloyd	----	----	Overname door NN Group is definitief

6 juni 2017

Koers	€ 4,40	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 6,20	41,0%
Uitstaande aandelen	2,146 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 9,438 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 586 Mln.	
ISIN	NL0000303709	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,74	5,9	0,25	5,68%
2016	0,27	16,1	0,22	5,00%
2017^V	0,64	6,9	0,27	6,18%
2018^V	0,67	6,6	0,28	6,37%

Status	28-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

De wortels van Aegon dateren al van 1844. Het Aegon zoals we dat vandaag kennen is echter het product van een fusie uit 1983. In dat jaar fuseerden de toenmalige verzekeraars Ennia en AGO. Vandaag de dag neemt Aegon onder de vlag van Transamerica een sterke positie in het Amerikaanse veld van verzekeraars. In Nederland is Aegon vooral leidend op het gebied van pensioenen. Dat is ook het geval in het Verenigd Koninkrijk. Naast verzekeren en pensioenen vormt asset management een derde belangrijke poot onder Aegon.

Huidige ontwikkelingen

Aegon heeft in het 4de kwartaal van 2016 volgens analisten meer winst gemaakt dan verwacht. Wel viel de zogeheten solvabiliteitsratio wat tegen. Het onderliggende resultaat van Aegon overtrof met € 554 miljoen ruimschoots de consensus van Aegon-watchers. De verzekeraar profiteerde onder meer van lagere claims, kostenbesparingen en het oplopen van de rente. Vooral in de Verenigde Staten ging het beter ging met Aegon. Daar vielen de claims verrassend lager uit. Wel was sprake van een lichte terugval van de omzet, van bijna € 2,9 miljard naar € 2,7 miljard. Over heel 2016 hield Aegon netto uiteindelijk € 586 miljoen winst over. De jaarlijkse kostenbesparingen bedroegen daarbij 110 miljoen euro. De verzekeraar kondigde begin december nog een nieuwe bezuinigingsronde aan, waarbij circa vijfhonderd banen worden geschrapt in de VS.

Motivatie

Zoals gezegd, zijn het moeilijke tijden voor Aegon, maar er gloort licht aan het einde van de tunnel. Er lijkt een einde te komen aan de alsmar dalende rente. Daardoor wordt de bedreiging voor de kapitaalspositie op de thuismarkt minder. In de VS is de rente al aan het stijgen. Ook in andere hoofdpijndossiers wordt enige vooruitgang geboekt en lijkt in de VS de weg omhoog weer ingeslagen. Aegon zal daar zeker kunnen profiteren van de renteverhogingen. De kapitaalspositie is er nu zonder meer bevredigend. Mede daardoor verbeterde de Solvency 2 Ratio naar 157%. Voor Nederland bedroeg de ratio echter slechts 135%. Dat is aan de onderkant van de beoogde range 130% - 150%. Met het oog op de verbeterende positie, de zeer gunstige waardering en het aantrekkelijk dividendrendement blijft het advies kopen en blijft het aandeel in de Modelportefeuille.

AIG

6 juni 2017

Koers	\$ 64,10	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 68,30	6,6%
Uitstaande aandelen	1,150 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 73,715 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-\$ 849 Mln.	
ISIN	US0268747849	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,19	29,3	0,81	1,26%
2016	-0,74	-86,8	1,26	1,96%
2017^V	4,80	13,4	1,40	2,18%
2018^V	5,86	10,9	1,56	2,44%

Status	28-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

American International Group Inc. is een toonaangevende verzekeraar, actief in meer dan 100 landen en met ruim 90 miljoen klanten. AIG biedt producten aan op het gebied van schadeverzekeringen en levenproducten. Daarnaast is het bedrijf actief in pensioenopbouw en hypotheke.

Huidige ontwikkelingen

American International Group heeft 2016 zwak afgesloten. Er viel over het 4de kwartaal een verlies te noteren van \$ 3 miljard. Het bedrijf zag zich gedwongen een reservering te maken van \$ 5,9 miljard vanwege stijgende kosten voor policy claims. AIG slaagt er wel in om de kosten te verlagen. Voor 2016 bedroeg de besparing \$ 1,7 miljard ofwel een daling van 13% ten opzichte van 2015. Ondanks deze sombere cijfers houdt AIG vast aan zijn streven \$ 25 miljard aan aandeelhouders terug te geven. AIG kijkt met vertrouwen naar de toekomst en denkt dat het verleden nu inderdaad verleden is geworden.

Motivatie

AIG is een herstelverhaal, waarbij het management zich onder druk van Carl Icahn vooral richt op een verbetering van de winstgevendheid. Eén van de stappen daartoe is een overeenkomst met herverzekeraar Nico, onderdeel van Berkshire Hathaway. Nico neemt een deel van de polissen met een extreem lange looptijd over. Daardoor nemen voor AIG de risico's af en hoeven er minder reserveringen gemaakt worden en verbetert het risicoprofiel. Door de deal wordt de voorspelbaarheid van de winstontwikkeling groter en neemt de volatiliteit af. De deal heeft een waarde van \$ 10 miljard en zal meewegen in de cijfers over het 1ste kwartaal 2017. Er groeien echter twijfels over de haalbaarheid van het herstelplan. We verlagen daarom het advies van Kopen naar Houden in afwachting van meer duidelijkheid.

6 juni 2017

Koers	€ 171,40	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 200,00	16,7%
Uitstaande aandelen	457 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 78,330 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 6,883 Mrd.	
ISIN	DE0008404005	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	14,55	11,8	7,30	4,26%
2016	15,06	16,2	7,60	4,43%
2017^V	15,51	11,1	7,85	4,58%
2018^V	15,90	16,3	8,22	4,80%

Status	28-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het van origine Duitse Allianz is een gediversifieerd financieel dienstverlener die wereldwijd in ruim 70 landen aanwezig is. Het bedrijf heeft meer dan 85 miljoen particuliere en zakelijke klanten in 70 landen. Allianz is met PIMCO ook sterk op het gebied van asset management. De waarde van assets onder beheer liggen boven € 1.300 miljard. PIMCO is na BlackRock en Vanguard de derde speler ter wereld. Het verzekerbeprij is goed voor ca 75% van het operationele inkomen en asset management het overige.

Huidige ontwikkelingen

Allianz heeft een goed 4de kwartaal 2016 achter de rug. De winst steeg van € 1,42 miljard in 2015 naar € 1,74 miljard, ruim beter dan de consensus van € 1,62 miljard. Over het hele jaar kwam daardoor de winst uit op € 7,25 miljard, een plus van 3,8%. De omzet daalde licht met 2,2% naar € 122,4 miljard. De best presterende divisie, Life & Health liet een plus zien van 9,3%. Property & Casualty noteerde een min van 4,2%, evenals Asset Management waar de teller bleef steken op -4%. Allianz is redelijk optimistisch voor 2017 en verwacht een operationeel resultaat van € 10,8 miljard. De core Solvency 2 ratio kwam uit op 218%.

Motivatie

Ook Allianz heeft last van de lage rente, waardoor beleggingsopbrengsten onder druk staan. Die vormden traditiegetrouw een solide buffer. De verzekeraar hoopt op een groei van de winst per aandeel van gemiddeld 5% voor de komende 3 jaar. In 2016 steeg de WpA met 4,4%. De RoE moet in 2018 13% bedragen tegen 12% in 2016. Om die doelstellingen te bereiken gaat Allianz de komende jaren op grote schaal eigen aandelen inkopen. Voor 2017 is een bedrag van € 3 miljard gereserveerd. Het dividendrendement is zondermeer aantrekkelijk en de waardering is matig. Wij verhogen het advies van Houden naar Kopen. Het is niet geschikt voor de modelportefeuille.

ASR

6 juni 2017

Koers	€ 28,54	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 32,00	12,1%
Uitstaande aandelen	150 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 4,280 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 659 Mln.	
ISIN	NL0011872643	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	4,01	7,1	0,00	0,00%
2016	4,39	6,5	1,27	4,45%
2017^V	3,01	9,5	1,35	4,73%
2018^V	3,05	9,4	1,43	5,01%

Status	28-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

ASR heeft de vierde plaats in de Nederlandse verzekeringswereld. De verzekeringstak haalt 54% van de omzet uit schadeverzekeringen en de rest uit levensverzekeringen. De staat brengt 52,2 miljoen aandelen plus mogelijk 7,8 miljoen extra aandelen naar de beurs. Dat zou maximaal 40% van het totale aantal aandelen zijn. De toewijzingsprijs per aandeel is vastgesteld op € 19,50 per aandeel.

Huidige ontwikkelingen

Verzekeraar ASR heeft in 2016 meer winst gemaakt dan een jaar eerder. Dat is te danken aan zowel betere prestaties bij bestaande activiteiten als overnames. ASR zag de premie-inkomsten met 5,8% toenemen tot € 4,3 miljard. Het operationeel resultaat steeg met 11,5% naar € 599 miljoen euro. De nettowinst viel met € 659 miljoen 6,3% hoger uit dan in 2015. De resultaten zijn volgens ASR in lijn met of beter dan de eigen doelstellingen. Daarmee ligt het bedrijf naar eigen zeggen ook goed op koers om de doelen voor de middellange termijn te halen. Zo ligt het rendement op het eigen vermogen met 14,1% al ruimschoots boven het beoogde niveau.

Motivatie

De sterke punten van ASR kunnen worden samengevat als een goed winstgevend verzekeraar met gespreide activiteiten en een solide kapitaalpositie. Ongeveer 2/3e van de winst komt uit Leven. De resterende 1/3 uit non-Life. Er is wel een duidelijke onzekerheid, maar die geldt ook voor de andere verzekeraars en dat zijn de eisen rondom Solvency-II. De solvency-II ratio ligt met 189% royaal boven de eigen doelstelling van 160%. Het dividendbeleid is ruim en lijkt ruimer te gaan uitvallen dan bij de beursgang was toegezegd. Dat betekent voor 2016 een dividend van € 1,17 per aandeel. Vanaf 2017 is ASR van plan om 45-55% van het netto operationeel resultaat uit te keren aan dividend onder de voorwaarde dat de Solvency II-ratio boven de 140% blijft. Wij adviseren het aandeel te Kopen. We nemen het aandeel op in de Modelportefeuille. Ons koersdoel is € 32.



6 juni 2017

Koers	€ 23,73	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 29,50	24,3%
Uitstaande aandelen	2,445 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 58,020 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 5,829 Mrd.	
ISIN	FR0000120628	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,34	10,1	1,08	4,53%
2016	2,38	10,0	1,16	4,89%
2017^V	2,39	9,9	1,20	5,06%
2018^V	2,49	9,5	1,26	5,31%

Status	28-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

AXA is een Franse verzekeraar die tegenwoordig ook actief is in het vermogensbeheer. De drie belangrijkste markten zijn: Property & Casualty (41%), Savings & Asset Management (33%) en Protection & Health (26%). Europa is met meer dan 60% verreweg de belangrijkste regio voor AXA. Uiteraard weegt de thuismarkt Frankrijk zwaar met een aandeel van bijna een kwart. Daarnaast wil AXA versneld groeien in de Opkomende Markten en selectief groeien in de volwassen markten. Kostenbeheersing speelt een belangrijke rol bij de strategie.

Huidige ontwikkelingen

De Franse verzekeringsreus AXA heeft zijn winst in 2016 weten op te voeren. Vooral betere prestaties met levensverzekeringen in de Verenigde Staten en Frankrijk droegen bij aan het positieve resultaat. Daartegenover stonden mindere cijfers bij de divisie vermogensbeheer. De verzekeraar meldde donderdag een nettowinst over heel 2016 van € 5,8 miljard tegen € 5,6 miljard een jaar eerder. De winststijging was aan de onderkant van de eigen verwachting. De omzet steeg met 2% waardoor het bedrijf de barrière van € 100 miljard doorbrak. De solvency-II ratio kwam uit op 197%, een stijging van 6 procentpunten. Axa kondigde onlangs een fors kostenbesparingsprogramma aan om zijn winstgevendheid verder op te krikken. Daarnaast wil het bedrijf fors investeren in digitalisering.

Motivatie

Axa heeft voor de periode tot 2020 een nieuwe strategie geformuleerd. De belangrijkste doelstellingen zijn een Solvency-II ratio van 170% - 230%, een cumulatieve free cashflow van € 28 - € 32 miljard, een RoE van 12% - 14% en een onderliggende groei van de winst met 3% - 7%. De RoE bedroeg over 2016 13,5%. Tot 2020 moeten de kostenbesparingen voor belastingen oplopen tot € 2,1 miljard. De vrije kasstroom bedroeg over 2016 € 6,2 miljard en de kostenbesparingen kwamen uit € 0,3 miljard. De doelstellingen lijken daarmee binnen handbereik. De waardering blijft aantrekkelijk, evenals het dividendrendement. We handhaven daarom het koopadvies en het aandeel blijft in de modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 5,33	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 5,40	1,3%
Uitstaande aandelen	456 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 2,430 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 231 Mln.	
ISIN	NL0009294552	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,42	12,7	0,31	5,82%
2016	0,51	10,5	0,10	1,88%
2017^V	0,96	5,6	0,29	5,50%
2018^V	0,93	5,7	0,28	5,25%

Status	28-4-2017
Advies	-----
Modelportefeuille	-----

Algemeen

Delta Lloyd Groep is een financiële dienstverlener met producten en diensten op het gebied van levensverzekeringen, vermogensbeheer en pensioenen alsmede bancaire producten en diensten. De verzekeraar heeft aan het begin van 2015 een emissie van € 300 miljoen gedaan om de solvabiliteit te versterken. In 2016 is wederom een aandelenuitgifte met een omvang van € 650 miljoen gedaan om de kapitaalreserves verder te versterken om beter te voldoen aan de strengere regels die toezichthouders aan verzekeraars stellen.

Huidige ontwikkelingen

Delta Lloyd heeft de winst vorig jaar flink zien groeien. Het nettoresultaat kwam uit op € 231 miljoen. Dat was een jaar eerder nog € 128 miljoen. Het bruto operationeel resultaat daalde met 3% tot € 915 miljoen onder meer vanwege de gevolgen van de grote hagelstorm die in juni delen van Nederland trof. De solvabiliteitsratio kwam uit op 143%, aan de onderkant van de doelstelling van Delta Lloyd. Dat kwam onder meer door "ongunstige levensduurontwikkelingen". Ook richtlijnen over het verliescompensatievermogen door De Nederlandsche Bank (DNB) hadden een effect op de ratio, die aan het eind van het derde kwartaal nog op 156% stond.

Motivatie

Verzekeraar NN Group heeft zoals afgesproken 79,9% van de aandelen Delta Lloyd verworven. Daarmee is de overname formeel een feit en vangt de procedure aan waarmee Delta Lloyd onderdeel wordt van NN. Delta Lloyd ging eind december akkoord met een overnamebod van € 5,40 per aandeel van NN, dat daarmee in totaal € 2,5 miljard euro overheeft voor het bedrijf. De twee verzekeraars lieten eerder al weten de deal naar verwachting in het tweede kwartaal te kunnen afronden. Als gevolg van het geslaagde bod schrapt Delta Lloyd zijn slotdividend over 2016, omdat daardoor de prijs die NN betaalt per aandeel omlaag zou gaan. Door de overname verdwijnt Delta Lloyd uit het universum van ER Capital en staken we de advisering.

6 juni 2017

Koers	\$ 50,70	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 61,00	20,3%
Uitstaande aandelen	1,117 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 56,626 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 800 Mln.	
ISIN	US59156R1086	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,86	10,4	1,47	2,90%
2016	0,72	70,8	1,58	3,12%
2017^V	5,28	9,6	1,63	3,22%
2018^V	5,75	8,8	1,70	3,35%

Status	1-5-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Deze verzekeraar, opgericht in 1868, is op een breed terrein actief. Het biedt onder meer levensverzekeringen, pensioenproducten, annuïteiten en diensten op het gebied van vermogensbeheer. Het bedrijf is actief in alle werelddelen. Recentelijk is MetLife de nadruk gaan leggen op het aanbieden van minder kapitaalsintensieve producten. De bedoeling daarvan is om de vrije kasstromen te verbeteren.

Huidige ontwikkelingen

MetLife heeft over het 4de kwartaal van 2016 een verlies geleden van \$ 2,1 miljard. Het verlies was het gevolg van een strop van \$ 3,2 miljard op de derivatenportefeuille. MetLife werd verrast door de sterk oplopende rente. Hiervoor gecorrigeerd zou het operationeel resultaat uitgekomen zijn op \$ 1,42 miljard tegen \$ 1,38 in 2015. De gecorrigeerde wpa kwam uit op \$ 1,28. De consensus bedroeg echter \$ 1,34. In het 4de kwartaal daalde de boekwaarde van \$ 69,35 per aandeel naar \$ 59,56. De RoE steeg van 9,7% naar 10%, maar daalde over het hele jaar 2016 van 9,7% naar 8,9%. In de loop van 2017 gaat MetLife zijn retailpoot afsplitsen onder de naam Brighthouse Financial.

Motivatie

MetLife een echte internationale merknaam met de beschikking over een omvangrijk platform. De focus op producten die minder kapitaal vragen maakt meer middelen vrij voor de vrije kasstromen. MetLife heeft een aantal doelstellingen tot 2020 aangescherpt. Zo moet de RoE 8% bedragen bovenop het rendement op staatsobligaties. Ook moeten de kosten omlaag, oplopend tot een bedrag van \$ 1 miljard in 2019. Daarnaast gaat de verzekeraar in 2017 voor een bedrag van \$ 3 miljard aan eigen aandelen inkopen. Ondanks de diverse afsplitsingen blijft het dividend op tenminste \$ 1,60. Er zijn echter vraagtekens te plaatsen bij de hedgingstrategie van MetLife. De concurrentie leed veel minder verlies op de derivatenportefeuille. Wij hebben een Houden advies. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 32,06	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 38,00	18,5%
Uitstaande aandelen	355 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 11,378 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,189 Mrd.	
ISIN	NL0010773842	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,67	8,7	1,33	4,16%
2016	3,35	9,6	1,49	4,64%
2017^V	3,07	10,4	1,58	4,92%
2018^V	3,39	9,5	1,75	5,46%

Status	28-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

NN Group is een verzekeraar en vermogensbeheerder die actief is in meer dan achttien landen, met sterke posities in een aantal Europese landen en Japan. Met circa 11.500 medewerkers biedt NN Group een uitgebreid assortiment van producten en diensten op het gebied van pensioenen, verzekeren, beleggen en bankieren. De meer dan 15 miljoen klanten van NN Group variëren van particulieren en midden- en kleinbedrijf tot grote ondernemingen en institutionele banken.

NN Group's organisatie voor vermogensbeheer, NN Investment Partners, biedt haar diensten wereldwijd aan, met vestigingen in verschillende Europese landen, de Verenigde Staten, het Midden-Oosten en Azië. De thuisbasis van NN Investment Partners is Nederland.

Huidige ontwikkelingen

NN Group behaalde in het vierde kwartaal een teleurstellend operationeel resultaat van € 282 miljoen. Dat was minder dan consensus, maar wel 12,6% beter dan in 2015. Het operationeel resultaat over heel 2016 daalde van € 1,435 miljard naar € 1,227 miljard. Ook de solvabiliteitsratio was lager dan waar de markt vanuit ging, zo constateren analisten. De zogenoemde Solvency-II ratio kwam uit op 241%, waar de marktconsensus lag op 250%. Ook in Japan en bij de vermogensbeheeractiviteiten wist NN volgens analisten de consensus niet te verslaan. De nettowinst daalde met 58,9% naar € 148 miljoen vooral als gevolg van negatieve desinvesteringen.

Motivatie

Het lijkt er sterk op dat NN Group geen moeite zal hebben om aan de eisen van Solvency II te voldoen. Wij verwachten dat NN Group een actief beleid zal kunnen voeren om overtollige liquiditeiten aan de belegger terug te geven. Dat is mogelijk dankzij een Solvency II ratio van 241% aan het einde van het 4de kwartaal. Die hoge solvency is mede mogelijk door het voortdurend verlagen van de kostenbasis. In Nederland is die gedaald naar € 761 miljoen. NN Group is druk met de overname van Delta Lloyd. De Groep onderschrijft de mogelijkheid om door de overname de kostenbasis met € 200 miljoen extra te kunnen verlagen. De verzekeraar is minder expliciet over de synergie-effecten, maar denkt zo de positie in de Benelux verder te kunnen versterken. We handhaven mede daarom het Koopadvies. Het aandeel is naar onze mening geschikt om opgenomen te worden in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 104,86	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 115,00	9,7%
Uitstaande aandelen	449 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 47,082 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 4,368 Mrd.	
ISIN	US7443201022	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	10,04	10,4	2,36	2,25%
2016	9,73	10,8	2,83	2,70%
2017^V	10,05	10,4	3,09	2,94%
2018^V	11,14	9,4	3,32	3,17%

Status	1-5-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Deze Amerikaanse verzekeraar biedt financiële dienstverlening in de Verenigde Staten en selectief in het buitenland. Het gaat dan om levenproducten en annuïteiten. Naast verzekeringproducten doet Prudential ook in pensioenen en vermogensbeheer. De assets under management bedragen bijna \$ 1.200 miljard.

Huidige ontwikkelingen

Prudential heeft 2016 goed beëindigd. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 2,46 bij een nettowinst van \$ 1,09 miljard, waar de markt niet verder kwam dan \$ 2,31. De gerapporteerde winst bedroeg \$ 282 miljoen met een WpA van \$ 0,64. De omzet kwam uit op \$ 13,46 miljard. Over heel 2016 bedroeg de winst \$ 4,37 miljard ofwel een WpA van \$ 9,71. De totale omzet kwam uit op \$ 51,57 miljard. Volgens Prudential ontwikkelt de markt zich goed, zowel binnen als buiten de VS, maar de macro-economische onzekerheden blijven groot. De goede resultaten waren eerst en vooral het gevolg van een versnelling van de groei bij de divisie pensioenen. Daar steeg de winst met maar liefst 89% tot \$ 318 miljoen.

Motivatie

Deze Amerikaanse verzekeraar heeft een breed portfolio dat internationaal tot de verbeelding spreekt. De levenportefeuille en asset management zijn sterke pijlers onder het bedrijf, maar ook de divisie pensioenen is van groot en groeiend belang. Prudential, heeft ook oog voor de belangen van de belegger. In 2016 keerde de verzekeraar \$ 3,2 miljard uit in de vorm van dividend en terugkoop eigen aandelen. De RoE kwam uit op 8%. Dat boven het sectorgemiddelde van 6,2%. Prudential streeft een langetermijn groei van de winst na van 8,5%. Prudential doet een discount ten opzichte van de sector, maar de resultaten kunnen sterk fluctueren. Vooral valutarisico's zijn aanzienlijk. Het aandeel heeft een Houden advies.

6 juni 2017

Koers	Fr. 283,80	(31/5/2017)
Koersdoel	Fr. 325,00	14,5%
Uitstaande aandelen	150 Mln.	
Marktkapitalisatie	Fr. 42,684 Mrd.	
Nettowinst (2016)	Fr. 3,211 Mrd.	
ISIN	CH0011075394	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	12,30	23,1	16,93	5,96%
2016	21,35	13,3	16,56	5,83%
2017^V	22,93	12,4	16,63	5,86%
2018^V	24,55	11,6	18,00	6,34%

Status	28-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Verzekeraar Zurich Insurance Group, gevestigd te Zürich in Zwitserland, heeft 55.000 medewerkers en is actief in meer dan 170 landen. De onderneming bestaat uit de onderdelen: General Insurance, Global Life en Farmers. General Insurance richt zich op het verzekeren van voertuigen, onroerend goed en producten. Global Life biedt levensverzekeringen aan en richt zich op pensioenproducten. Het onderdeel Farmers richt zich op het leveren van diensten aan de zogenaamde "Farmer Exchanges", die verschillende soorten verzekeringen aanbieden aan boeren.

Huidige ontwikkelingen

Zurich Insurance heeft 2016 goed beëindigd. Over het 4de kwartaal steeg het operationele resultaat van \$ 422 miljoen naar \$ 1,3 miljard. Over heel 2016 steeg de winst met 55% naar \$ 4,53 miljard. Een groot deel van de goede uitkomsten kwam op naam van de divisie General Insurance. Daar steeg het operationeel resultaat van \$ 864 miljoen naar \$ 2,44 miljard. De zogeheten combined ratio daalde van 103,6% naar 98,4%. Een punt van kritiek was dat de doorwerking van de plannen op de kosten tot 2019 met \$ 1,5 miljard te verlagen op zich laat wachten. In 2016 gingen de kosten met \$ 300 miljoen omlaag in 2019 moet dat in totaal \$ 1,5 miljard zijn. Zurich is redelijk optimistisch over 2017, dat er in principe beter uitziet dan 2016.

Motivatie

Zurich Insurance heeft nieuwe doelstellingen geformuleerd tot 2019. In dat jaar moeten de kosten structureel met CHF 1,5 miljard verlaagd zijn. Solvency moet uitkomen tussen 100% - 120%. De payoutratio voor dividend blijft tenminste 75% met een minimum dividend per aandeel van CHF 17. De RoE moet vanaf 2017 12%. In de periode 2017 - 2019 moet er tenminste een bedrag van CHF 9,5 miljard aan aandeelhouders teruggegeven worden. Met deze nieuwe doelstellingen heeft Zurich effectief de vrees bij beleggers weggenomen, dat het dividend in de komende jaren in gevaar zou komen. Wij handhaven het Koopadvies.

Energie

De sector energie heeft een moeilijk jaar achter de rug. Prijzen staan ook in 2017 onder druk door aanhoudende overproductie. Bedrijven schrappen investeringen om hun dividend op peil te houden.

Er zijn een aantal trends zichtbaar in deze sector:

- Sector staat aan de vooravond van een ingrijpend proces. Proces van verduurzaming en overgang naar renewables is niet meer te stoppen
- In de tussentijd zal gas een belangrijke rol gaan spelen
- De rol van schalieolie is nog lang niet uitgespeeld. Sterker nog, de Amerikanen zijn van doorslaggevende invloed op de prijsvorming
- 2017 kan het jaar van de terugkeer van OPEC worden met als gevolg duurzaam prijsherstel. Het prijsherstel zal echter beperkt blijven
- De grote oliereuzen zullen hun winstgevendheid weer zien toenemen, evenals de toeleveranciers

De sector heeft een overwogen gewicht, omdat de hele sector zal profiteren van het prijsherstel.



Onze favorieten in de sector zijn National Grid, Royal Dutch Shell, Veolia en Total.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
National Grid	3,83	Kopen	UK gaat zijn energienetwerk tot 2030 vernieuwen
Royal Dutch Shell	3,74	Kopen	Gas is een tussenstation op weg naar renewables
Veolia Environment	3,26	Kopen	Succesvol turnaroundverhaal
Total	2,91	Kopen	Goed aangepast aan de nieuwe markt
Repsol	2,87	Kopen	Heeft zich snel aangepast aan de nieuwe omstandigheden
Vopak	2,87	Kopen	Profiteert ook in 2017 van overschot aan olie.
BP	2,36	Kopen	Komt van ver. Turnaround verhaal
Haliburton	1,98	Kopen	Gaat profiteren van nieuwe investeringen in de sector
Schlumberger	1,64	Kopen	Gaat profiteren van nieuwe investeringen in de sector
Statoil	1,49	Houden	Heeft geen downstream
Exxon Mobile	1,22	Houden	Heeft weinig oog voor veranderingen in de markt
E.on	0,43	Houden	Dreigt de boot bij renewables te verliezen
Endesa	-0,13	Verkopen	Surplus elektriciteit houdt voorlopig aan
Engie	-0,96	Verkopen	Het bezit van oude kerncentrales is een molensteen



6 juni 2017

Koers	£ 4,72	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 6,00	27,0%
Uitstaande aandelen	18,281 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 86,357 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 115 Mln.	
ISIN	GB0007980591	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	-0,24	-19,7	0,26	5,58%
2016	0,01	750,9	0,38	8,04%
2017^V	0,33	14,3	0,40	8,36%
2018^V	0,43	11,0	0,40	8,47%

Status	15-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

British Petroleum (BP) zit in olie, gas en hernieuwbare energie. BP gelooft in een mix van brandstoffen en technologie om aan de groeiende vraag naar energie te voldoen, waarbij rekening wordt gehouden met de transitie naar een lagere carbon uitstoot. De onderneming liep in april 2010 grote schade(claims) op door het Deepwater Horizon schandaal, waarbij miljoenen liters olie de Golf van Mexico instroomden. De onderneming is op kleinere schaal tevens actief in de productie en het transport van (vloeibaar) aardgas. Verder heeft BP een belang van bijna 20% in Rosneft, een Russische oliemaatschappij.

Huidige ontwikkelingen

BP heeft in het 1ste kwartaal van 2017 geprofiteerd van het prijsherstel van een vat olie. De winst verdrievoudigde en kwam uit op \$ 1,5 miljard. Dat was veel beter dan de consensus van \$ 1,26 miljard. Vooral Upstream presteerde goed. De winst verdubbelde naar \$ 1,37 miljard. Operating cashflow steeg met 47% naar \$ 4,4 miljard, voldoende om de kosten voor het dividend te kunnen betalen, maar onvoldoende om ook de capex uit te kunnen financieren. Het goede nieuws was verder dat BP in de laatste fase verkeert van het betalen van de boete van \$ 62 miljard voor het Deepwater Horizon schandaal. In 2017 moet er nog \$ 5 miljard betaald worden en in 2018 nog maar \$ 2 miljard. In de jaren daarna gaat het om \$ 1 miljard.

Motivatie

BP lijkt aan het begin te staan van een nieuwe fase. Het bedrijf is weer doende om zijn portfolio op te bouwen na jaren van snijden en afbouwen. Er staan nieuwe projecten op stapel waardoor afgelopen kwartaal de productie met 5% steeg. Dalende kosten en een hogere productie moeten ervoor zorgdragen dat BP winstgevend kan werken bij een olieprijs van \$ 55 - \$ 60 in 2017. In 2021 moet dat bij een bedrag van \$ 40 dollar per vat zijn. Het bedrijf ziet ook kansen om de komende jaren zijn vrije kasstromen fors op te pompen. De ambitie en guidance tot 2021 zijn nu duidelijk uitgesproken. Dat geeft de belegger houvast en meer vertrouwen in de toekomst van een bedrijf dat zijn beleggers de komende jaren hun dividend kan blijven uitbetalen. We handhaven het Koopadvies. Het aandeel komt niet in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 7,62	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 7,40	-2,9%
Uitstaande aandelen	2,001 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 15,254 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-€ 8,450 Mrd.	
ISIN	DE000ENAG999	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	-3,84	-2,0	0,50	6,56%
2016	-4,22	-1,8	0,00	0,00%
2017^V	0,48	15,9	0,00	0,00%
2018^V	0,58	13,1	0,28	3,67%

Status	13-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Duitse E.ON is actief op de markt voor energievoorziening. De zogeheten Energie Wende heeft geleid tot een splitsing van de activiteiten. Alle vormen van conventionele energieopwekking, kernenergie en de handel in energie zijn ondergebracht in een nieuwe onderneming die al in 2016 onder de naam Uniper naar de beurs is gebracht. Het huidige E.ON gaat de focus leggen op hernieuwbare energie. Uniper, dat feitelijk een soort bad bank is, zal zijn beleggers een royaal dividend bieden ter compensatie van de geringe groeipotentie van het bedrijf. Bij het huidige E.ON komt de focus op groei te liggen. Het risicoprofiel is laag, omdat de activiteiten van het nieuwe E.ON zwaar gereguleerd zijn.

Huidige ontwikkelingen

E.ON zit nog steeds in de hoek waar de klappen vallen. Over de eerste 9 maanden van 2016 leed E.ON een verlies van € 9,3 miljard. € 6,1 miljard is het gevolg van afschrijvingen op het afgesplitste Uniper. Onderliggend beginnen trends zich voorzichtig positief te ontwikkelen. De gecorrigeerde winst van € 641 miljoen lag maar liefst 20% boven consensus. EBITA en EBIT laten nog steeds een verslechtering zien, maar die verslechtering is wel in lijn met de verwachtingen. E.ON handhaaft daarom zijn guidance van EBITDA voor heel 2016 van € 4,6 - € 5 miljard en een Ebit van € 2,7 - € 3,1 miljard. De afdracht van € 9,8 miljard aan het Nucleaire Fonds is een kleine meevaller. Verwacht was een bedrag van € 10,6 miljard. E.ON gaat nogmaals € 400 miljoen besparen en dat gaat ten koste van de investeringsplannen.

Motivatie

E.ON heeft fors afgeschreven en na de afsplitsing staat de onderneming er beter voor. Toch is E.ON een achterblijver op het gebied van hernieuwbare energie in vergelijking met de sector en een inhaalslag zal kapitaal vergen. E.ON genereert wel voldoende kasstroom om zijn dividenden te betalen en zijn investeringen te plegen. Ongeveer 65% van de inkomsten staan vast door regelgeving. Dat zorgt voor stabiliteit en zichtbaarheid van de inkomensstromen. Een volgehouden begrotingsdiscipline moet op den duur positief uitwerken op de balans. Echter, er spelen nog veel onzekere factoren en de schuld blijft zorgelijk hoog. Het is nog te vroeg om van een turnaround te spreken. Het aandeel krijgt een Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	€ 21,99	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 19,10	-13,1%
Uitstaande aandelen	1,059 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 23,282 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,411 Mrd.	
ISIN	ES0130670112	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	1,03	21,3	1,03	4,67%
2016	1,33	16,5	1,33	6,05%
2017^V	1,26	17,5	1,32	6,00%
2018^V	1,28	17,2	1,32	6,00%

Status	1-3-2016
Advies	Verkopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Spaanse Endesa is leverancier van elektriciteit met grote belangen op de Spaanse markt. Het heeft daarnaast belangen op de Spaanse gasmarkt. Het bedrijf is buiten Spanje actief in Latijns-Amerika en de zuidelijke landen van de Europese Unie. Het zwaartepunt ligt hierbij in Italië. De grootste aandeelhouder van Endesa, met een belang van 70,1%, is de Italiaanse energieleverancier Enel.

Huidige ontwikkelingen

Endesa heeft over heel 2016 voldaan aan de eigen doelstellingen. Weliswaar daalde de omzet met 7% naar € 18,979 miljard, maar EBITDA verbeterde met 13% naar € 3,432 miljard en de winst verbeterde met maar liefst 30% naar € 1,411 miljard. De verbetering van de resultaten was vooral te danken aan de hogere bijdrage van de geliberaliseerde onderdelen van Endesa. Voor het komende jaar voorziet Endesa een stabilisatie van de winst en EBITDA om vervolgens in 2018 en 2019 aan de eigen EBITDA doelstellingen te voldoen.

Motivatie

Endesa biedt zijn aandeelhouders een aantrekkelijk dividend, maar de pay-out ratio is de komende jaren met 100% heel erg hoog. Dat is mogelijk dankzij een goede kasstroom. Echter, 65% van het bedrijfsresultaat is afkomstig van gereguleerde activiteiten. De winstgevendheid van deze activiteiten wordt periodiek door overheden beïnvloed. Daarnaast blijft de winstgevendheid komende jaren onder druk staan door lage prijzen. Het moederbedrijf Enel gaat echter de investeringen in Endesa tot 2019 met 30% verhogen naar € 4,7 miljard. Het grootste deel gaat op aan investeringen in de digitalisering van het bedrijf, waardoor de efficiency moet toenemen. Ook zijn de EBITDA doelstellingen verhoogd tot 2019. In 2016 en 2017 moet EBITDA € 3,4 miljard bedragen om in de jaren daarna op te lopen naar respectievelijk € 3,5 en € 3,7 miljard. Wij denken dat er momenteel aantrekkelijker alternatieven zijn en blijven bij het Verkoopadvies.

6 juni 2017

Koers	€ 13,39	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 14,18	5,9%
Uitstaande aandelen	2,435 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 32,608 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-€ 415 Mln.	
ISIN	FR0010208488	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	-1,89	-7,1	1,00	7,47%
2016	-0,17	-78,6	0,97	7,24%
2017^V	0,98	13,7	0,72	5,41%
2018^V	1,02	13,1	0,68	5,08%

Status	13-2-2017
Advies	Verkopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Engie, voorheen GDF Suez, is in 2008 ontstaan uit een fusie tussen Gaz de France en Suez. Het bedrijf is gespecialiseerd in het aanbieden en distribueren van aardgas en elektriciteit. De diverse activiteiten zijn in een aantal divisies ondergebracht. De divisie Energy Europe is gericht op de productie en distributie van elektriciteit in de Benelux, Duitsland en de rest van Europa. Energy International ontplooit haar activiteiten voornamelijk in Noord- en Latijns-Amerika, het Midden-Oosten, Azië en Afrika.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten over de eerste 9 maanden van 2016 stelden opnieuw teleur. De omzet daalde met meer dan 10% naar € 47,5 miljard. Ook EBITDA liet een daling zien en wel met 5,4% naar € 7,7 miljard. Organisch was er een stijging van 2%. Om zijn resultaten te verbeteren is Engie druk met het afstoten van onderdelen. Sinds april van dit jaar zijn er al overeenkomsten gesloten met een waarde van € 6,1 miljard. Dat is 41% van de doelstelling tot en met 2018. Engie heeft zijn guidance voor heel 2017 herhaald. Dat betekent een EBITDA resultaat dat uitkomt tussen € 10,8 - € 11,4 miljard en een nettowinst die uitkomt tussen € 2,4 - € 2,7 miljard.

Motivatie

Evenals concurrenten als RWE en E.ON kampt ook Engie met het wegvallen van de vraag in Europa onder invloed van het streven naar meer hernieuwbare energie. Bovendien lijken de kerncentrales in België steeds meer een molensteen te worden. Kosten beginnen steeds meer uit de hand te lopen. Engie is druk bezig met een transformatie waardoor in 2018 85% van EBITDA uit contracten komt en gereguleerde activiteiten. Nu is dat nog 50%. De onzekerheden zijn groot. Wij adviseren om de aandelen te mijden, omdat er betere alternatieven zijn in de sector.

6 juni 2017

Koers	\$ 81,10	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 87,40	7,8%
Uitstaande aandelen	4,169 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 338,142 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 7,840 Mrd.	
ISIN	US30231G1022	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	3,87	21,0	2,88	3,55%
2016	1,88	43,1	2,96	3,65%
2017^V	4,15	19,5	3,06	3,78%
2018^V	4,87	16,7	3,17	3,91%

Status	13-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Exxon Mobil is de grootste olieproducent ter wereld. Het is in 1999 ontstaan door een fusie tussen Exxon en Mobil. Twee ondernemingen die waren ontstaan na het opbreken van Standard Oil in 1911. Naast exploratie en exploitatie, van olie- en gasvelden, produceert Exxon Mobil ook allerlei aardoliedestillaten en halffabricaten, zoals plastics. Ook exploiteert het wereldwijd tankstations. Bekende merknamen zijn Exxon, Esso en Mobil.

Huidige ontwikkelingen

Exxon Mobile heeft een zwak 4de kwartaal 2016 achter de rug. De winst kwam uit op \$ 1,68 miljard ofwel een WpA van \$ 0,41. Die uitkomsten lagen maar liefst 40% lager dan de gemiddelde verwachting van analisten. Het grote verschil is het gevolg van afschrijvingen op olie- en gasvelden. Door de aanhoudend lage energieprijzen ziet het bedrijf zich ook genoodzaakt de reserves af te waarderen met 4,6 miljard vaten, die zijn niet meer rendabel te winnen. Het gaat om bijna 20% van de geregistreerde voorraden. Gecorrigeerd voor de afschrijvingen noteerde Exxon een winst van \$ 3,7 miljard, bijna een \$ 1 miljard hoger dan in 2015. De WpA kwam gecorrigeerd uit op \$ 0,90 tegen een consensus \$ 0,70. Voor heel 2016 halveerde de winst naar \$ 7,8 miljard bij een omzet van \$ 226,09 miljard!

Motivatie

Exxon Mobile zit in de hoek waar de klappen vallen. Het bedrijf moet afschrijven op de waarde van zijn olie- en gasvelden. Tegelijkertijd nemen zijn winbare voorraden af. Het bedrijf ziet zich onder die omstandigheden gedwongen om op te houden met snijden in zijn capex om nieuwe voorraden te vinden om zo te besparen voor dividenden. Het heeft voor \$ 6,6 miljard schalievelden gekocht die waarschijnlijk pas in 2018 in productie komen. In de tussentijd zal de productie van Exxon onder druk blijven, evenals het vermogen om voldoende vrije kasstromen te genereren voor de dividenden. Het aandeel is bovendien aan de prijs. Wij adviseren het aandeel te houden in afwachting van een duidelijke turnaround.

6 juni 2017

Koers	\$ 45,15	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 63,50	40,6%
Uitstaande aandelen	855 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 38,592 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-\$ 5,763 Mrd.	
ISIN	US4062161017	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,56	28,9	0,72	1,59%
2016	-6,74	-6,7	0,71	1,56%
2017^V	0,96	47,0	0,71	1,57%
2018^V	2,72	16,6	0,74	1,64%

Status	15-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Halliburton levert diensten en producten aan de energiesector. De onderneming is wereldwijd actief in ruim 80 landen. Halliburton doet aan zowel exploratie als ontwikkeling van olie- en gasvelden. Het bedrijf is verdeeld in 2 divisies: "Completion & Production" en "Drilling & Evaluation". De eerstgenoemde divisie is erop gericht om de productie van olie- en gasvelden te optimaliseren. De afdeling "Drilling & Evaluation" doet proefboringen en brengt de velden in kaart.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten van Halliburton over het 1ste kwartaal 2017 waren beter dan de markt verwachtte. De omzet groeide met een bescheiden 2% naar \$ 4,3 miljard. De verbetering kwam volledig op het conto van de Amerikaanse olie-industrie, in het bijzonder de schalie-industrie. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 0,04 waar de markt uitging van \$ 0,03. In 2016 bedroeg de gecorrigeerde WpA echter \$ 0,07. Over het 1ste kwartaal noteerde Halliburton een verlies van \$ 32 miljoen. Dat is heel wat beter dan het verlies van \$ 2,4 miljard in 2016. Het bedrijf verlaagde zijn schuldenlast met \$ 1,4 miljard ofwel 11,5% van zijn lange schuld.

Motivatie

Halliburton heeft onbetwist een lage kostenstructuur en dat is een pré in deze moeilijke tijden. Halliburton is zodoende in staat gebleken marktaandeel te winnen op de Noord-Amerikaanse markt. Alle reden voor voorzichtig optimisme. Het aantal putten dat geslagen wordt neemt hand over hand toe. Mede daardoor zal de marge 40% - 45% verbeteren. Capex voor Exploratie en Productie zal in de VS in 2017 met 40% toenemen, wereldwijd met 7%. Daardoor zal de vraag naar dienstverlening door bedrijven als Halliburton alleen maar toenemen. Dankzij verbeterende marktomstandigheden worden kasstromen weer positief en gaat de RoE verbeteren in 2017E. Ondanks een forse waardering verdient Halliburton een Koopadvies. Het aandeel komt niet in de Modelportefeuille.

National Grid

6 juni 2017

Koers	£ 10,93	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 11,75	7,5%
Uitstaande aandelen	3,766 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 41,147 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 2,591 Mrd.	
ISIN	GB00B08SNH34	

	WpA in £	K/W	DpA GBP	DpA in %
2015	0,54	20,4	0,43	3,95%
2016	0,69	15,9	0,43	3,95%
2017^V	0,68	16,1	0,44	4,05%
2018^V	64,02	0,2	0,46	4,18%

Status	15-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

National Grid is één van de grootste nutsbedrijven ter wereld voor levering van elektriciteit en gas in de UK, de US, en delen van Europa. Naast deze levering verleent het bedrijf diensten zoals opslag van gas en onderhoud van pijplijnen.

Huidige ontwikkelingen

National Grid heeft enigszins teleurstellende cijfers gepresenteerd over het eerste halfjaar van het gebroken boekjaar 2016/2017. De winst voor belastingen liet met GBP 485 miljoen een daling zien van 64%. Een bedrag van GBP 700 miljoen staat echter te boek als eenmalig. Gecorrigeerd bedroeg de daling slechts 1% en bedroeg de winst voor belastingen GBP 1,36 miljard. Het operationele resultaat kwam uit op GBP 1,851 miljard, een fractie beter dan in het jaar daarvoor en de WpA bedroeg opnieuw 28,2p. Het bedrijf ziet dan ook geen reden om de verwachtingen voor het hele jaar neerwaarts bij te stellen. Dat betekent een groei van 5%-7%. Die groei zou nog kunnen gaan versnellen na het afstoten van UK Gas Distribution in 1Q2017. Het bedrijf investeerde GBP 2,2 miljard over de eerste helft van het jaar.

Motivatie

NG is een zeer stabiele kasstroom generator met een voorspelbare groei en dividendrendement. Het rendement op het eigen vermogen is hoog. Het aandeel is defensief en kent een lage beweeglijkheid op de beurs. De problemen met de toezichthouder zijn opgelost. De neerwaartse risico's zijn beperkt. Wij adviseren het aandeel te kopen voor alle portefeuilleprofielen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 14,97	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 18,00	20,3%
Uitstaande aandelen	1,400 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 20,956 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,736 Mrd.	
ISIN	ES0173516115	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	-0,88	-17,0	0,87	5,85%
2016	1,24	12,1	0,72	4,82%
2017^V	1,36	11,0	0,76	5,09%
2018^V	1,45	10,3	0,80	5,33%

Status	15-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Repsol is actief in drie segmenten van de energiemarkt: exploratie en productie van olie en gas, de raffinage en marketing van producten en hernieuwbare energie, waaronder bio-energie.

Huidige ontwikkelingen

Na 2016 goed afgesloten te hebben, is Repsol goed begonnen aan 2017. EBITDA ging met maar liefst 80% omhoog naar € 1,84 miljard en de gecorrigeerde winst steeg van € 572 miljoen in 2016 naar € 630 miljoen in het afgelopen kwartaal. De verbetering komt voor op naam van Exploratie & Productie. De winst in deze divisie steeg van € 17 miljoen naar € 224 miljoen. Downstream ging het wat minder, maar dat is toe te schrijven aan het stilleggen van twee raffinaderijen. Als het om kostenbesparingen gaat, blijft Repsol zich overtreffen. Er werd voor meer dan € 500 miljoen aan kosten weggesneden.

Motivatie

Repsol heeft een sterke buffer in de vorm van een forse Downstreampoot. Tegen de verwachting in lijkt de integratie van Talisman redelijk voorspoedig te verlopen en dat is positief voor de Upstream activiteiten. Dat bewijzen de meest recente resultaten. Repsol staat er met andere woorden beter voor dan pakweg een jaar geleden en is min of meer een turnaround verhaal. Repsol boekte met 2016 het beste resultaat in meer dan vier jaren en 2017 lijkt dit goede voorbeeld te gaan volgen. Het aandeel is bovendien niet duur en het biedt een aantrekkelijk dividendrendement van om en nabij 5%. Het advies blijft Kopen, maar het aandeel wordt niet opgenomen in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	€ 24,30	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 31,60	30,0%
Uitstaande aandelen	6,306 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 153,230 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 4,575 Mrd.	
ISIN	GB00B03MLX29	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	1,55	15,7	1,72	7,08%
2016	0,73	33,5	1,64	6,73%
2017^V	1,89	12,9	1,84	7,55%
2018^V	2,08	11,7	1,83	7,53%

Status	15-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Royal Dutch Shell is als energiemaatschappij actief in de hele keten van de exploratie van energiebronnen, de raffinage en de verkoop van eindproducten. Het bedrijf richt zich strategisch voor winstgevende groei met name op gas en dan in het bijzonder op LNG, gas dat vloeibaar is gemaakt en per tanker vervoerd kan worden. Sinds 2012 wordt meer gas dan olie geproduceerd. In 2016 kocht Shell voor ongeveer € 50 miljard BG Group. De olie- en gasproductie steeg dankzij BG met 28% in het 4de kwartaal.

Huidige ontwikkelingen

Shell is 2017 goed begonnen. De winst op basis van current cost of supply verdubbelde naar € 3,8 miljard. Analisten waren uitgegaan van een winst CCS van € 3,05 miljard. Gecorrigeerd kwam de winst uit op € 3,9 miljard, een stijging van 136%. Het goede resultaat is mede te danken aan Upstream. Daar was in 2016 nog een verlies. Gas en Downstream boekten ook betere resultaten ten opzichte van 2016. De WpA kwam uit op € 0,92 tegen een marktverwachting van € 0,74. Shell was in staat om zijn productie met 2% te verhogen naar 3,7 miljoen vaten. De capex kwam uit op € 4,3 miljard, waarvan een bedrag van € 2,5 miljard bij Upstream terecht kwam. Voor heel 2017 zal de Capex naar verwachting € 25 miljard bedragen.

Motivatie

Het 1ste kwartaal van 2017 levert het bewijs, dat Shell geleerd heeft winstgevend te kunnen opereren bij een prijsniveau van \$ 50 per vat. Het beleid is erop gericht de kosten te verlagen en de productie te verhogen. Dat heeft erin geresulteerd dat de cashflow from operations uitkwam op € 9,15 miljard en een vrije kasstroom van € 5,18 miljard. Dat was weer ruim voldoende om het dividend van in totaal € 3,9 miljard op eigen kracht te bekostigen. Shell is bovendien hard op weg om met succes minder renderende of te dure assets af te stoten. Dat proces moet in 2018 afgerond zijn en € 30 miljard opgebracht hebben. Dit jaar zal er voor een bedrag van € 20 miljard afgestoten worden. Dankzij al deze inspanningen kon de schuld voor het 2de kwartaal op rij dalen en bedraagt nu nog € 72 miljard. De verhouding net debt/capital daalde daardoor naar 27,2%. De doelstelling is 20%. Shell is aantrekkelijk geprijsd en dat geldt ook voor het dividendrendement. We handhaven ons Koopadvies en het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 68,74	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 72,00	4,7%
Uitstaande aandelen	1,265 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 86,987 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-\$ 1,687 Mrd.	
ISIN	AN8068571086	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,64	41,9	1,90	2,76%
2016	-1,33	-51,6	1,98	2,89%
2017^V	1,49	46,1	2,01	2,92%
2018^V	3,01	22,8	2,09	3,03%

Status	15-5-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Schlumberger is een van origine Frans bedrijf dat is opgericht in 1926. Het is uitgegroeid tot 's werelds grootste dienstverlener aan de olie-industrie. Het doet onderzoek naar velden van fossiele brandstoffen, houdt proefboringen en maakt zowel olievelden als gasvelden klaar voor productie. Het bedrijf is tegenwoordig ook actief in het opvangen en opslaan van CO2.

Huidige ontwikkelingen

Schlumberger heeft in het 1ste kwartaal van 2017 geprofiteerd van de opleving van de schalie-industrie in de VS. Daardoor nam de omzet weer toe, maar minder dan analisten gehoopt hadden. Latijns-Amerika gooide roet in het eten. De omzet steeg met 6% naar \$ 6,89 miljard, maar de markt had gerekend op \$ 6,97 miljard. In de VS groeide de omzet met 28% naar \$ 1,87 miljard, maar in Latijns-Amerika daalde de verkopen met 25% naar \$ 952 miljoen. Ondanks de omzetverbetering daalde de winst naar \$ 279 miljoen en een WpA van \$ 0,20 tegen \$ 501 miljoen en een WpA van \$ 0,40 in 2016. Gecorrigeerd kwam de WpA uit op \$ 0,25 en dat was in lijn met de consensusverwachtingen.

Motivatie

Schlumberger betoonde zich in de loop van 2016 steeds iets optimistischer. Dat is deels gerechtvaardigd, zo blijkt uit de cijfers over het 1ste kwartaal 2017. Het gaat beter in de VS, maar internationaal is dat niet het geval. Belangrijke klanten als Rusland en China laten het nog steeds afweten. Van een breed gedragen herstel zal echter op korte termijn geen sprake zijn. Schlumberger genereert meer dan 50% van zijn omzet buiten de VS. Ondanks de productiebeperking is van een wezenlijk herstel van de prijs nog geen sprake. Het ziet er daarom naar uit, dat 2017 opnieuw een moeilijk jaar wordt. Kostenbesparingen zijn de kurk, waarop de winst drijft. In afwachting van betere tijden zetten we het Koopadvies om in een Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	kr 147,10	(31/5/2017)
Koersdoel	kr 159,00	8,1%
Uitstaande aandelen	3,189 Mrd.	
Marktkapitalisatie	kr 469,050 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-kr 2,922 Mrd.	
ISIN	NO0010096985	

	WpA in NOK	K/W	DpA in NOK	DpA in %
2015	-3,03	-48,5	7,62	5,18%
2016	-0,92	-160,5	7,27	4,94%
2017^V	8,82	16,7	7,29	4,96%
2018^V	10,80	13,6	7,29	4,96%

Status	1-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Statoil legt zich toe op upstream activiteiten. Dat betekent, dat het bedrijf de nadruk legt op exploratie en productie. Daarnaast beheert het tevens verschillende pijpleidingen in Europa die olie en gas naar de West-Europese markt brengen. Na Rusland is het Noorse Statoil de belangrijkste leverancier van gas aan de Europese markt.

Huidige ontwikkelingen

Het Noorse Statoil heeft mindere resultaten geboekt over het 4de kwartaal van 2016. De gecorrigeerde winst daalde met 6% naar kr. 1,66 miljard vanwege een afschrijving van kr. 2,3 miljard als gevolg van het verlagen van de verwachte gasprijs. De afschrijving leidde tot een verlies van kr. 1,9 miljard op een operationele basis. Statoil is voornemens zijn capex te verhogen van \$ 10 miljard in 2016 naar kr. 11 miljard in 2017. In de jaren daarna stijgen de investeringen door naar een niveau van kr. 12 - kr. 14 miljard. Statoil claimt nu zijn kosten te kunnen dekken bij een prijs per vat van kr. 50.

Motivatie

Statoil verkiest value boven volume. In normale tijden is dit een begrijpelijke strategie, maar in de huidige marktomstandigheden werkt deze strategie minder. Hier wrekt zich ook, dat het downstreambelang van Statoil non-existent is. Een behoorlijk dividendrendement moet de pijn verzachten. Daar staat tegenover dat Statoil erin slaagt zowel de operationele kosten als de Capex voortdurend te verlagen. Verdergaande kostenverlaging heeft voor Statoil absolute voorrang, zeker als de prijs voor een vat beneden \$ 45 daalt. Het advies blijft Houden, omdat sommige concurrenten succesvoller opereren in deze lage prijzenomgeving.

6 juni 2017

Koers	€ 47,40	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 65,23	37,6%
Uitstaande aandelen	2,304 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 109,210 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 6,196 Mrd.	
ISIN	FR0000120271	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	4,51	10,5	2,68	5,65%
2016	2,69	17,6	2,71	5,72%
2017^V	4,19	11,3	2,67	5,62%
2018^V	4,69	10,1	2,69	5,68%

Status	16-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De Franse multinational Total is een bedrijf in de energiesector dat zich voornamelijk bezighoudt met de exploratie, verwerking en verkoop van gas en olie. Tevens produceert Total verschillende chemische producten en heeft het een belang van 66% in SunPower, een producent van zonnepanelen.

Huidige ontwikkelingen

Total is goed begonnen aan 2017. Het bedrijf zag zijn gecorrigeerde winst over het 1ste kwartaal met maar liefst 56% stijgen naar € 2,6 miljard. Consensus was uitgegaan van € 2,4 miljard. De winstsproming was vooral te danken aan een prijsstijging van 58% voor een vat olie. De winstexplosie is ook het gevolg van het drastisch verlagen van de kosten, waardoor Total kan leven bij een gemiddelde olieprijs van € 50. Sinds 2014 is Total erin geslaagd de kosten voor een vat olie omlaag te drukken van € 9,90 in 2014 naar € 5,90 in 2016. Kostenbeheersing blijft een prioriteit bij Total. In 2016 werd voor een bedrag van € 2,8 miljard aan kosten weggesneden. In 2017 moet dat een bedrag zijn van € 3,5 miljard.

Motivatie

Total kan dankzij zijn structuur, gedisciplineerde kostenbeheersing en stijgende productie de moeilijke tijden het hoofd bieden. In 2017 gaat Total zijn Capex terugschroeven van \$ 18 miljard naar tenminste \$ 17 miljard. Total heeft zijn kostenstructuur zo weten te verlagen, dat zelfs bij een gemiddelde prijs van \$ 50 het bedrijf in staat is om zijn dagelijkse activiteiten gaande te houden en een dividend uit te keren zonder te hoeven lenen. In dat opzicht heeft Total een duidelijke voorsprong op de concurrentie. Als blijkt van groeiend zelfvertrouwen heeft Total de dividenduitkering verhoogd en de finale beslissing genomen om een groot nieuw project op te starten. Total heeft hiermee een duidelijke voorprong op de concurrentie genomen. Wij handhaven het Koopadvies en overwegen het aandeel op te nemen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 19,67	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 30,00	52,5%
Uitstaande aandelen	549 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 10,789 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 383 Mln.	
ISIN	FR0000124141	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,82	24,0	0,73	3,71%
2016	0,70	28,2	0,80	4,05%
2017^V	1,07	18,4	0,88	4,46%
2018^V	1,23	16,0	0,90	4,60%

Status	15-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

In 2003 is het huidige Veolia afgesplitst van Vivendi, het voormalige Compagnie Générale des Eaux. Het Franse nutsbedrijf houdt zich bezig met het drinkbaar maken van water, het behandelen van afvalwater, afvalverwerking, recycling en het opwekken van energie. De onderneming is wereldwijd actief. Ruim 50% van de omzet wordt behaald in Europa, waarvan het merendeel in Frankrijk. Het bedrijf heeft 174.000 medewerkers.

Huidige ontwikkelingen

Veolia Environnement heeft een redelijke start gemaakt in 2017. De omzetgroei bedroeg 4,5% en kwam uit op € 6,270 miljard. Vooral de groei buiten Europa versterkte fors. Azië groeide met 18% en Latijns-Amerika liet een groei zien van maar liefst 27%. EBITDA verbeterde met 0,9% naar € 863 miljoen. Die verbetering was te danken aan het herstel van de omzetgroei en aan kostenreducties ter waarde van € 63 miljoen. Dat is in lijn met de verwachting voor heel 2017. EBIT ging 6,1% omhoog naar € 431 miljoen en de nettowinst kwam uit op €155 miljoen, een plus van 3,7%.

Motivatie

Aan het einde van 2015 heeft Veolia nieuwe doelstellingen geformuleerd. De omzet moet jaarlijks met 2% - 3% groeien, gecorrigeerd voor valutaschommelingen. In 2018 moet de nettowinst boven € 800 miljoen uitkomen, terwijl de vrije kasstromen € 1 miljard moeten bedragen voor de uitkering van dividend. Dat dividend moet jaarlijks met 10% groeien. Dit zijn realistische doelstellingen, niet alleen gecorrigeerd voor valuta-invloeden. Een belangrijk gegeven daarbij is, dat Veolia dankzij een gedisciplineerd begrotingsbeleid de schuldenlast steeds verder omlaag weet te brengen. Dat zal de komende jaren de winstgevendheid stuwen. In 2017 ziet Veolia een voorzichtig herstel van de omzetgroei en van verbetering van EBITDA. Kostenbesparingen moeten boven € 250 miljoen uitstijgen. Wij herhalen het Koopadvies van het aandeel. Het blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 40,57	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 50,00	23,3%
Uitstaande aandelen	128 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 5,186 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 534 Mln.	
ISIN	NL0009432491	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,55	15,9	0,89	2,19%
2016	4,18	9,7	1,09	2,68%
2017^V	2,55	15,9	1,08	2,65%
2018^V	2,61	15,5	1,14	2,82%

Status	16-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Vopak is 's werelds grootste onafhankelijke aanbieder van tankopslag. Koninklijke Vopak is een Nederlandse onderneming met een historie van circa 400 jaar. De huidige onderneming is in 1999 ontstaan uit een fusie tussen Van Ommeren en Pakhoed. Vopak is gespecialiseerd in de opslag en overslag van vloeibare chemicaliën, gassen en olie. Vopak heeft 80 terminals in 28 landen met een capaciteit van 33,8 miljoen m³ met 6,2 miljoen m³ in ontwikkeling. Deze capaciteitsuitbreiding wordt in 2019 gerealiseerd.

Huidige ontwikkelingen

Vopak heeft in het 1ste kwartaal de bezettingsgraad van zijn opslagtanks iets zien dalen. Inmiddels trekt de oliemarkt weer wat aan en daarom zitten de tanks van Vopak iets minder vol. De tanks van Vopak waren voor 91% gevuld in de eerste verslagperiode van 2017, tegen 92% in het vierde kwartaal van 2016. De omzet ging op jaarbasis met 2% omlaag tot € 341,8 miljoen en het bedrijfsresultaat (ebita) voor afschrijvingen en exclusief bijzondere posten bedroeg € 203,1 miljoen. Een jaar eerder was dat € 214,7 miljoen. Vopak stelde dat de prestaties in het eerste kwartaal in lijn liggen met de prognose die is afgegeven voor heel 2017. Vopak heeft voorspeld dat het bedrijfsresultaat dit jaar de winst van 2016 niet zal overtreffen en dat de bezettingsgraad gemiddeld zal uitkomen op minstens 90%.

Motivatie

Vopak heeft goede posities in een markt waar de wereldwijde vraag naar opslag blijft toenemen. Het bedrijf blijft die positie versterken door bijvoorbeeld investeringen in Panama en door het afstoten van minder renderende onderdelen. Het bedrijf maakt wel een strategische keuze voor gastterminals. Op termijn wordt de rol van olie minder ondanks de huidige grote vraag naar opslag. Vopak heeft een investeringsagenda die loopt tot 2019 en die de winstgevendheid op termijn moet veilig stellen. Daarbij moet de Cashflow Return on Gross Assets after tax uitkomen tussen 9% - 11%. Het bedrijf verwacht de komende jaren blijvende volatiliteit op de internationale markten. Het aandeel is niet duur en de dividenduitkering kan nog omhoog. Ondanks mindere vooruitzichten voor de korte termijn handhaven we het advies Kopen.

Chemie

De sector chemie kenmerkt zich de afgelopen jaren door lage organische groei en weinig pricing power. Dit heeft geleid tot een aantal mega-overnames en op handen zijn fusies binnen de sector.

De volgende trends zien wij voor deze sector:

- Megafusies en overnames: Dow Chemical - Dupont de Nemours, Bayer - Monsanto, ChemChina – Syngenta.
De overname van Monsanto door Bayer is twijfelachtig.
- Verduurzaming: onder druk van overheden maar ook als gevolg van innovaties zal de sector minder afhankelijk worden van olie en gaat recycling (cradle to cradle) een grotere rol spelen.
- Innovatie: smart technology doet ook hier zijn intrede zoals daar zijn smart-materials en nano-technology.

Wij hebben de sector een **neutraal** gewicht gegeven vanwege met name de toepassing van kennis in de nieuwe generatie producten.



Onze favorieten binnen de sector zijn AkzoNobel, Corning, Air Liquide en BASF.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Corning	5,58	Kopen	\$ 12,5 miljard aan buybacks op de agenda
Akzo Nobel	4,35	Kopen	Onlangs overnamepoging door PPG
BASF	3,93	Kopen	Duitse gigant met een gezonde spreiding aan activiteiten
Air Liquide	3,35	Kopen	Korte termijn minder, lange termijn overtuigend
DSM	3,08	Kopen	Overnamekandidaat en turnaround werpt resultaten af
Air Products & Chemicals	2,41	Houden	Overnamekandidaat
Monsanto	2,39	Houden	Doorgaan deal met Bayer interessant voor beleggers
Dow Chemical	2,24	Houden	Doorgaan fusie kwestieus
Linde	2,15	Houden	De onderhandelingen over een mislukte overname in 2016 hernieuwd
Dupont de Nemours	1,60	Houden	Doorgaan fusie kwestieus
Bayer	1,36	Houden	Overnamebod te hoog. Kans op succes 50%
PPG Industries	1,30	Houden	Markt is afhoudend, maar PPG kan snel profiteren van een opleving

6 juni 2017

Koers	€ 109,05	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 130,00	19,2%
Uitstaande aandelen	344 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 37,519 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,844 Mrd.	
ISIN	FR0000120073	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,99	21,9	2,53	2,32%
2016	5,36	20,3	2,59	2,38%
2017^V	5,37	20,3	2,72	2,49%
2018^V	5,87	18,6	2,90	2,66%

Status	8-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Air Liquide is wereldleider op het gebied van produceren en distribueren van vele soorten gassen op industrieel en medisch gebied. Zij is actief in ruim 80 landen. De klantenbasis is uiteenlopend gespreid naar autoproducenten, de voedselindustrie, elektronica, de gezondheidssector, de ruimtevaarttechnologie en cryogene systemen, waaronder techniek, lassen en duiken. De uitgaven voor R&D bedragen ca. € 282 miljoen (1,7% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Air Liquide presenteerde cijfers over heel 2016 die achterbleven bij de verwachtingen. De nettowinst steeg met 5% naar een waarde van € 1,84 miljard, waar de markt rekende op € 1,85 miljard. De omzet steeg met 15% naar € 18,14. Consensus ging uit van € 18,63 miljard. De sterke groei van de omzet is te danken aan het opnemen van Airgas in de cijfers. Zonder Airgas kwam de groei uit op 1%. De WpA kwam uit op € 5,11. De stijging van 2,4% was in lijn met de guidance. Air Liquide heeft een aandelenemissie gedaan om de overname van Airgas te bekostigen. Air Liquide kijkt met voorzichtig optimisme naar 2017, die vooral in het teken zal staan van een verdere integratie van Airgas.

Motivatie

Air Liquide heeft door zijn snelle expansie in de VS zijn schuld zien groeien naar € 12,5 miljard. Bovendien gaat het bedrijf het eigen vermogen versterken met € 3 - € 3,5 miljard. De koers is duidelijk onder druk gekomen. Air Liquide blijft optimistisch over zijn groeikansen op termijn. Het bedrijf denkt tot en met 2020 de omzet jaarlijks met gemiddeld 5% - 8% te kunnen laten groeien. Het bedrijf denkt bovendien jaarlijks € 300 miljoen extra te kunnen bezuinigen door de overname van Airgas. Air Liquide zet de komende jaren in op de verbetering van Return on Capital Employed. Die moet in enkele jaren omhoog van 6,9% nu naar 10%. Met het oog op de positieve verwachtingen handhaven we het Koopadvies.

6 juni 2017

Koers	\$ 143,97	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 151,00	4,9%
Uitstaande aandelen	215 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 30,951 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 631 Mln.	
ISIN	US0091581068	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	5,88	24,5	3,20	2,22%
2016	2,94	49,0	3,27	2,27%
2017^V	6,29	22,9	3,42	2,38%
2018^V	6,89	20,9	3,80	2,64%

Status	27-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Air Products and Chemicals Inc. is een wereldwijde producent van industriële gassen, zoals atmosferische gassen (zuurstof, stikstof, argon), edelgassen en procesgassen (waterstof, helium, kooldioxide, koolmonoxide, synthegas). De klantenbasis zit met name in raffinage en petrochemie, metalen, elektronica, voedsel en dranken. Daarnaast is Air Products wereldwijd de voornaamste leverancier van procestechnologie en apparatuur op het gebied van vloeibaar aardgas. Air Products is actief in 50 landen. De uitgaven voor R&D bedragen ongeveer \$140 miljoen per jaar (1,4% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

De uitkomsten over het 1ste kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 bleven achter bij de verwachtingen. De gecorrigeerde WpA steeg weliswaar met 9% naar \$ 1,47, maar bleef daarmee nipt achter bij de verwachte \$ 1,48. De nettowinst daalde met 10% en kwam uit op \$ 252 miljoen. De omzet steeg licht en wel 1% naar \$ 1,88 miljard en bleef royaal achter bij de consensus van \$ 1,96 miljard. Voor het lopende kwartaal verwacht Air Products een gecorrigeerde WpA van \$ 1,30 - \$ 1,40. Voor heel 2016/17 verwacht Air Products een gecorrigeerde WpA van \$ 6,00 - \$ 6,25. Dat is een stijging van 9%.

Motivatie

Air Products & Chemicals zit in de fase van diepgaande herstructurering. Het bedrijf heeft zijn divisie Performance Materials aan Evonik verkocht en heeft zich in tweeën gesplitst. In oktober is de Electronic Materials Division afgesplitst als Versum Materials. Air Products wil zich volledig concentreren op Industriële Gassen. Dankzij de recente verkoop van de genoemde divisie en de splitsing is Air Products financieel sterk genoeg om te investeren in het kernbedrijf en zo beter te kunnen concurreren op een consoliderende markt. Het gaat bovendien op het overnamepad. Het Chinese Yingde staat op het verlanglijstje. Het bedrijf moet wel, wil het de concurrentie van Praxair en Air Liquide het hoofd bieden. De vooruitzichten op termijn zijn goed, maar het aandeel is met een K/W van meer dan 20 voor 2017E aan de prijs vergeleken bij de concurrentie. We handhaven het Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	€ 75,06	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 94,00	25,2%
Uitstaande aandelen	248 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 18,586 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 970 Mln.	
ISIN	NL0000009132	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,95	19,0	1,55	2,07%
2016	3,92	19,2	1,62	2,16%
2017^V	4,36	17,2	1,96	2,61%
2018^V	4,61	16,3	2,20	2,93%

Status	8-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

AkzoNobel is een internationaal vooraanstaande verf- en coatings onderneming en een belangrijk producent van specialistische chemicaliën. In 2013 is een nieuwe strategie gelanceerd welke gericht is om leidende posities op te bouwen in verven, coatings en specialty chemicals. De belangrijkste drie business units zijn Decorative Paints, Performance Coatings en Specialty Chemicals. Bekende merknamen behoren onder andere Flexa, Sikkens, Hammerite, Cetabeveer en Alabastine. AkzoNobel tracht met duurzame technologieën te voldoen aan de groeiende behoefte van innovatieve producten. Er werken ruim 45.600 medewerkers verspreid over meer dan 80 landen. De uitgaven aan R&D bedragen € 347 miljoen in 2015 (2,35% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Akzo Nobel heeft over het 4de kwartaal 2016 minder gepresteerd dan verwacht. Het verf- en chemiebedrijf zag het bedrijfsresultaat (ebit) in de laatste drie maanden van vorig jaar met 12% dalen naar € 235 miljoen, waar de markt op € 247 miljoen rekende. De omzet van € 3,46 miljard en nettowinst van € 133 miljoen voldeden min of meer aan de verwachtingen. Akzo kwam met de meest positieve prognoses in jaren. Akzo gaf daarbij aan verbetering te verwachten in Europa, Noord-Amerika en Azië in 2017, terwijl de moeilijke omstandigheden in Latijns-Amerika waarschijnlijk niet verder zullen verslechteren.

Motivatie

Onder leiding van CEO Ton Büchner heeft Akzo Nobel zich kunnen herstellen van een jarenlange underperformance. Hij heeft jarenlang gewerkt aan de stroomlijning van de verfproducent. Het doel is uiteindelijk om de marges naar een zelfde hoog niveau te brengen als die van concurrenten, zoals het Amerikaanse PPG. Voor Akzo Nobel breekt weer een periode aan van voorzichtig acquireren, omdat ook de Europese markt toe is aan consolidatie. Akzo zal naar alle waarschijnlijkheid geen grote acquisities doen, eerder kralen rijgen. Akzo moet wel voorkomen dat het zelf geacquireerd wordt. Het bedrijf is financieel gezond en het heeft weinig schulden. Met een return on sales van 10,6% en een ROI van 15% voldoet Akzo ruimschoots aan de eigen doelstellingen. Gelet op de nieuwe dynamiek in de markt verhogen we het advies van Houden naar Kopen. Het wordt opgenomen in de Modelportefeuille

6 juni 2017

Koers	€ 84,11	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 110,00	30,8%
Uitstaande aandelen	918 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 77,253 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 4,056 Mrd.	
ISIN	DE000BASF111	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	4,34	19,4	2,90	3,45%
2016	4,42	19,0	3,00	3,57%
2017^V	5,52	15,2	3,12	3,71%
2018^V	5,89	14,3	3,24	3,85%

Status	8-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

BASF is een internationaal chemieconcern met activiteiten in meer dan 170 landen. BASF tracht met innovaties op basis van chemie een sleutelrol te spelen op drie belangrijke terreinen: Grondstoffen, Milieu en Klimaat; Voeding en Levenskwaliteit. BASF produceert ruim 8.000 producten verdeeld over de volgende business units: Agriculture, Automotive & Transportation, Chemicals, Energy & Resources, Paints & Coatings en Plastics & Rubbers. De R&D uitgaven bedragen ongeveer € 2 miljard op jaarbasis.

Huidige ontwikkelingen

Zoals te verwachten viel heeft BASF een goed 4de kwartaal 2016 achter de rug. De nettowinst kwam uit op € 689 miljoen, royaal beter dan de consensus van € 624 miljoen. De resultaatverbetering was vooral te danken aan een beter presteren van de Chemische divisie. De omzet steeg met 7% naar € 14,8 miljard en ebit ging met 15% omhoog naar € 1,2 miljard. Voor 2017 is BASF na enkele jaren van matige resultaten optimistisch. De omzet zal naar verwachting met 6% toenemen. De gecorrigeerde EBIT zal kunnen groeien tussen 1% - 10%. Veel zal daarbij afhangen van het herstel in de olie- en gasdivisie. De Duitsers gaan uit van een gemiddelde olieprijs van \$ 55 tegen \$ 44 in 2016. BASF blijft voorlopig toeschouwer bij het fusiegeweld in de sector. Basf legt nog steeds de nadruk op grote interne kostenbeheersing, waardoor marges kunnen verbeteren.

Motivatie

BASF is een fundamenteel sterk bedrijf met een evenwichtige spreiding. De resultaten zijn weliswaar flink geraakt door een fors lagere olieprijs, maar lagere commodity prijzen hebben een positief effect op inkooprijzen bij andere divisies. De vrije kasstroom is sterk en het gemiddelde rendement op het geïnvesteerd vermogen ligt de afgelopen 5 jaar boven 9%. Hiermee voegt BASF duidelijk waarde toe in economische zin. Het dividend bedraagt meer dan 3%. Op verschillende terreinen lijken de omstandigheden te verbeteren dankzij een economische opleving in verschillende delen van de wereld. Dankzij zijn omvang en vooral dankzij zijn technologisch leiderschap is BASF goed in staat om van de verwachte opleving te profiteren. We handhaven het Koopadvies en het aandeel blijft in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	€ 116,75	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 115,00	-1,5%
Uitstaande aandelen	827 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 96,546 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 4,531 Mrd.	
ISIN	DE000BAY0017	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	4,97	23,5	2,50	2,14%
2016	5,48	21,3	2,70	2,31%
2017^V	6,38	18,3	2,85	2,44%
2018^V	7,08	16,5	3,10	2,66%

Status	27-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Duitse Bayer is een wereldwijd actief met vanaf 1 januari 2016 drie kernactiviteiten: Pharmaceuticals, Consumer Health en Crop Sciences. Onder leiding van CEO Marijn Dekkers is het accent binnen het bedrijf verschoven naar Life Sciences, waardoor het bedrijf minder conjunctuur gevoelig is geworden. Bayer is innovatief binnen zijn kernactiviteiten. CropScience is een van 's werelds toonaangevende research-intensieve bedrijven in de agrarische sector. Het concern geeft op jaarbasis ruim € 4 miljard uit aan R&D (9,3% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Het Duitse Bayer heeft op het eerste gezicht goede resultaten behaald over 2016. De omzet steeg met 1,5% naar € 47,8 miljard en de nettowinst ging met 10,5% omhoog naar € 4,53 miljard. De goede uitkomst is vooral te danken aan de farmaceutische divisie. Crop Science en Consumer Health blijven achter. Farma is al enkele jaren op rij het trekpaard bij Bayer. Over het 4de kwartaal behaalde Bayer een Ebitda van € 2,18 miljard beter dan de consensus van € 2,09 miljard en een plus van 18%. De nettowinst daalde echter met 26% naar € 453 miljoen als gevolg van veel eenmalige onkosten. In de guidance voor 2017 voorziet Bayer een groei van omzet en EBITDA van 4% - 7% op een gecorrigeerde basis. De WpA zal eveneens 4% -7% stijgen ten opzichte van 2016.

Motivatie

Bayer heeft voor de overname van Monsanto een premie betaald van \$ 17 miljard. In 2017 zal de overname gaan bijdragen aan de WpA, maar pas over drie jaar zal dat substantieel zijn. Datzelfde geldt voor de ontwikkeling van EBITDA. Pas over drie jaar zal EBITDA een extra boost krijgen van \$ 1,5 miljard. Die trage ontwikkeling is vooral het gevolg van het ontbreken van mogelijkheden extra in de kosten te snijden. Het gevoel is, dat Bayer teveel heeft betaald voor deze overname. Daarnaast mag de nieuwe combinatie rekenen op tegenstand van alle belangrijke toezichthouders in de wereld. Bayer wordt wel erg dominant en het aantal spelers op de markt voor Agribusiness wordt met vier wel erg klein. Het management van Bayer zal komende maanden en jaren heel druk zijn met het afronden van de deal en de integratie van Monsanto. Dat gaat ten koste van de dagelijkse bedrijfsvoering. We adviseren het aandeel te houden ondanks de perspectieven als de deal eenmaal rond is.

6 juni 2017

Koers	\$ 29,32	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 34,00	16,0%
Uitstaande aandelen	1,100 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 32,252 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 3,695 Mrd.	
ISIN	US2193501051	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,22	24,0	0,36	1,23%
2016	3,36	8,7	0,54	1,84%
2017^V	1,66	17,7	0,58	1,99%
2018^V	1,79	16,4	0,63	2,15%

Status	8-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Corning bestaat al meer dan 160 jaar. Het bedrijf is een hoogwaardige en innovatieve Amerikaanse producent van vooral industriële toepassingen met als basis drie kern technologieën: specialty glass, ceramics en optical physics. Er zijn vijf divisies: Display Technologies (33% van totale omzet), Optical Communications (33%), Specialty Materials (13%), Environmental Technologies (12%) and Life Sciences (9%). De R&D inspanningen zijn ongeveer tweemaal zo hoog dan bij vergelijkbare spelers en bedragen ca. \$ 770 miljoen op jaarbasis (ca. 8% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Corning heeft het jaar goed afgesloten. Gecorrigeerd kwam de omzet uit op \$ 9,39 miljard, waar consensus dacht aan \$ 2,40 miljard. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 0,50 tegen een consensus van \$ 0,44. Over heel 2016 kwam de omzet uit op \$ 9,71 miljard en bedroeg de winst \$ 3,7 miljard. Over de periode 2016 - 2019 gaat Corning \$ 12,5 miljard aan baandeeelhouders teruggeven en \$ 10 miljard investeren in nieuwe groeimogelijkheden. Corning leunt nu zwaar op zijn LCD Screens, waarvan de prijs voortdurend onder druk staat. Een succesvolle doorbraak op de markt voor autoglas zou helpen de inkomstenstroom stabiel te maken.

Motivatie

Corning zit in een interessante transformatiefase voor het realiseren van een meer consistente en stabiele omzet- en winstgroei. Er zijn fundamentele redenen om een herwaardering te verwachten. Het aangekondigde plan om ruim \$12,5 miljard uit te keren aan aandeelhouders is bijna de helft van de huidige marktkapitalisatie. De verwachte dividendverhogingen geven aanleiding om een ca. 4% dividendrendement te verwachten in 2019 op de huidige koers. Wij adviseren om de aandelen te kopen voor alle portefeuilleprofielen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 60,89	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 67,60	11,0%
Uitstaande aandelen	1,158 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 70,517 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 4,318 Mrd.	
ISIN	US2605431038	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	6,15	9,9	1,72	2,82%
2016	3,73	16,3	1,82	2,99%
2017^V	3,98	15,3	1,94	3,19%
2018^V	4,31	14,1	2,12	3,48%

Status	28-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

The Dow Chemical Company is een Amerikaanse multinational. De onderneming is een leverancier van kunststoffen, chemicaliën en landbouwproducten. Het is de op één na grootste fabrikant van chemische producten in de wereld en het derde grootste chemische bedrijf ter wereld naar beurswaarde. De aanstaande fusie met Dupont zal de nieuwe combinatie tot het grootste chemieconcern ter wereld maken. De nieuwe onderneming zal DowDuPont gaan heten. De R&D uitgaven van Dow Chemical zijn \$ 1,6 miljard op jaarbasis (3,3% van de omzet). Bij DuPont is de R&D post ca \$ 2 miljard bij een lagere omzet (ofwel 8% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Dow Chemical heeft een goed 4de kwartaal 2016 achter de rug. Het bedrijf zag zijn omzet groeien met 14% naar \$ 13 miljard, beter dan de verwachte \$ 12,4 miljard. De WpA kwam uit op \$ 0,99, veel hoger dan de consensus van \$ 0,88. Dow rapporteerde echter een gecorrigeerd WpA van \$ 0,03, omdat het bedrijf een boete moest betalen van \$ 1,1 miljard vanwege milieuproblemen. De goede resultaten komen vooral door het volledig controle krijgen van Dow Corning. De bijdrage van Dow Corning compenseerde tegenvallende resultaten bij de Plastics Divisie. Zonder Dow Corning zou de omzetgroei 3% bedragen hebben met als voornaamste groeidrijver de Consumer Division waar de omzet met 7% steeg.

Motivatie

Dow Chemical en Du Pont de Nemours voeren intensieve fusiegesprekken. Hier zijn duidelijke significante synergievoordelen te behalen ter waarde van \$ 3 miljard, zo denken de fusiepartners. Het ziet er naar uit dat Dow en Dupont toestemming gaan krijgen voor de fusie. Die kan dan waarschijnlijk plaatsvinden onder redelijk gunstige economische omstandigheden. De waardering is gematigd, maar de resultaten zijn in hoge mate cyclisch van karakter. Het dividendrendement oogt aantrekkelijk. Wij adviseren met het oog op het samengaan het aandeel aan te houden.

6 juni 2017

Koers	€ 65,88	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 80,00	21,4%
Uitstaande aandelen	181 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 11,953 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 621 Mln.	
ISIN	NL0000009827	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,49	134,4	1,65	2,50%
2016	3,42	19,2	1,73	2,63%
2017^V	3,53	18,7	1,81	2,75%
2018^V	4,00	16,5	1,91	2,90%

Status	3-11-2016
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Koninklijke DSM NV, opgericht in 1902, is een in Nederland gevestigd chemiebedrijf. Het bedrijf is al jaren bezig om te transformeren van een producent van bulkchemie naar een bedrijf, waar het accent ligt op Life Sciences en Material Sciences. De hoeksteen van het bedrijf is de divisie Nutrition. DSM ontwikkelt innovatieve oplossingen voor voeding, bescherming en prestatieverbetering in wereldwijde markten zoals voeding en voedingsingrediënten, persoonlijke verzorging, diervoeder, medische materialen, auto's, verf, elektrotechniek, elektronica, life protection, alternatieve energie en biobaseerde materialen. De uitgaven aan R&D bedragen € 464 miljoen (6% van de omzet) in 2015.

Huidige ontwikkelingen

Speciaalchemiebedrijf DSM heeft in 2016 iets beter gepresteerd dan het zelf had verwacht. Het aangepaste bedrijfsresultaat (ebitda) nam met 17% toe tot ruim € 1,2 miljard. DSM had zelf een prognose uitgesproken voor een winststijging met 10% - 15%. De omzet steeg vorig jaar met 3% tot € 7,9 miljard. Het verkoopvolume lag 4% hoger. De omzet werd echter met 1% gedrukt door negatieve wisselkoerseffecten. Op nettobasis werd een winst behaald van € 621 miljoen tegen € 92 miljoen in 2015. De cijfers komen vrijwel overeen met de gemiddelde verwachting van analisten. DSM heeft voor dit jaar een prognose uitgesproken voor een toename van het resultaat met "een hoog enkelcijferig" percentage.

Motivatie

Na een serie teleurstellende kwartalen lijkt DSM eindelijk een draai ten goede te maken. Het bedrijf lijkt eindelijk de vruchten te plukken van de stroomlijning van zijn product portfolio. Het bedrijf heeft sterke posities opgebouwd in Nutrition, Health en Material Sciences, waardoor de winstgevendheid minder conjunctuurgevoelig is geworden. De doelstellingen zoals geformuleerd in Driving Sustainable Growth lijken binnen handbereik te komen. Dat is ook nodig, omdat DSM anders wel eens slachtoffer kan worden van een (vijandige) overname. DSM zal meer moeten doen om zijn winstgevendheid op peil te houden en te verbeteren. We handhaven het Koopadvies, mede omdat DSM in onze ogen een overnamekandidaat is. We nemen het aandeel op in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 77,68	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 84,00	8,1%
Uitstaande aandelen	905 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 70,288 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 2,513 Mrd.	
ISIN	US2635341090	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,16	36,0	1,72	2,21%
2016	2,78	28,0	1,63	2,10%
2017^V	3,72	20,9	1,62	2,09%
2018^V	4,01	19,4	1,61	2,07%

Status	27-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De kernactiviteiten van DuPont zijn het ontwikkelen, produceren en verkopen van chemische materialen. Materialen als polyamide, ionomeer, aramide, elastomeer, polytetrafluorethyleen, elastomeer en andere materialen. De bekendste namen van DuPont zijn ongetwijfeld Teflon, Nylon en Neopreen. De activiteiten zijn onderverdeeld in drie core business units: Agriculture & Nutrition, Advanced Materials en Bio-Based Industrials. Denk aan de handel in biotechnologie- en voedselketenkennis, enzymen, probiotica, natuurlijke zoetstoffen, polymeren tot activiteiten betrekking hebbend op de veiligheid van de mens zoals bijvoorbeeld een product als Kevlar. Recent heeft DuPont aangekondigd te gaan fuseren met haar Amerikaanse concurrent Dow Chemical. Hiermee ontstaat het grootste chemieconcern ter wereld. De nieuwe combinatie zal zich dan de fusie in drieën splitsen.

Huidige ontwikkelingen

Dupont heeft licht teleurstellende cijfers gepubliceerd over het 4de kwartaal van 2016. De omzet daalde met 2% naar \$ 5,21 miljard, waar de markt rekende op \$ 5,29 miljard. De winst kwam uit op \$ 353 miljoen ofwel een WpA van \$ 0,29. Consensus ging uit van \$ 0,42. Gecorrigeerd kwam de WpA uit op \$ 0,51. Dupont is niet erg optimistisch over het lopende kwartaal. De winst zal met 18% afnemen, maar gecorrigeerd met 8% toenemen. De Agridivisie is verantwoordelijk voor de mindere resultaten. Die divisie draait verlies.

Motivatie

Dow Chemical en Du Pont de Nemours voeren intensieve fusiegesprekken. Totdat de fusie is afgerond heeft het aandeel DuPont weinig opwaarts potentieel. In eerste instantie schuilt de kracht van een mogelijke fusie in grote kostenbesparingen. Wij adviseren met het oog op het samengaan wel het aandeel aan te houden!

6 juni 2017

Koers	€ 168,45	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 167,00	-0,9%
Uitstaande aandelen	186 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 31,286 Mrd.	
Nettowinst (2016)	1,154 Mrd.	
ISIN	DE0006483001	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	6,19	27,2	3,38	2,01%
2016	6,21	27,1	3,65	2,17%
2017^V	6,73	25,0	3,84	2,28%
2018^V	8,12	20,7	4,09	2,43%

Status	27-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Linde AG is één van de vier grote Westerse producenten van industriële gassen. De andere drie zijn Air Liquide in Frankrijk, Air Products & Chemicals in de V.S. en het ook in de V.S. gevestigde Praxair. De activiteiten van Linde zijn onderverdeeld in drie segmenten: Industrial Gases & Healthcare, Engineering en Gist. Onze industriële gassen worden wereldwijd gebruikt in vrijwel elke tak van industrie, handel, wetenschap en onderzoek. Onze farmaceutische en medische gassen stellen professionals in staat de gezondheidszorg optimaal bij te staan. Engineering is een toonaangevende technologiepartner voor plant engineering en constructie wereldwijd. De Gist divisie omvat tijd- en temperatuur gecontroleerde logistieke activiteiten en optimalisatie van transport en warehousing operations. Linde is wereldwijd actief.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten over het 3de kwartaal waren boven verwachting. Weliswaar daalde de omzet met 2,4% naar € 4,407 miljard, maar dat was altijd nog ruim 4% boven consensus. Hetzelfde geldt voor de gecorrigeerde EBITDA. Die daalde met 2,2% naar € 1,020 miljard, maar dat bedrag lag wel 3,3% boven consensus. Linde heeft nog steeds last van prijsdalingen op de Amerikaanse markt voor gezondheidszorg, maar ook van zwakke marktomstandigheden in Australië. De Engineering Group presteerde weer ver boven verwachting. Het grote nieuws van het moment is dat Praxair opnieuw met Linde aan tafel wil. Eerder dit jaar liepen de gesprekken spaak.

Motivatie

Nog in september van 2016 mislukten gesprekken over een mogelijk samengaan met Praxair, maar in december is het er alsnog van gekomen. Linde en Praxair gaan samen en vormen een bedrijf met een omzet van \$ 30 miljard en een marktkapitalisatie van \$ 65 miljard. De nieuwe combinatie ziet synergie-effecten ter waarde van \$ 1 miljard per jaar. Onduidelijk is hoe die er gaan uitzien. De nieuwe combinatie zal nu wereldwijd aanwezig zijn en ook de nummer 1 positie in het segment industriële gassen innemen met een marktaandeel van 40%. Dat maakt aannemelijk dat toezichthouders de fusie grondig zullen bestuderen. Het kan nog wel even duren voordat de fusie een feit is en we een beter zicht krijgen hoe die precies in elkaar steekt. We handhaven voorlopig het Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	\$ 116,85	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 120,00	2,7%
Uitstaande aandelen	468 Mln.	
Marktkapitalisatie	54,666 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 1,336 Mrd.	
ISIN	US61166W1018	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,95	23,6	2,06	1,76%
2016	2,86	40,9	2,13	1,82%
2017^V	4,73	24,7	2,29	1,96%
2018^V	5,39	21,7	2,24	1,92%

Status	17-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Monsanto Company is een hoog innovatieve multinational die actief is in het aanbieden van landbouwproducten. De activiteiten van Monsanto zijn onder te brengen in twee divisies. Seeds and Genomics. Het bedrijf verkoopt haar producten via distributeurs, zelfstandige winkeliers en handelaren, landbouwcoöperaties, plantenkwekers en agenten, maar ook rechtstreeks aan landbouwers. De R&D uitgaven bedragen ruim \$ 1,5 miljard per jaar (10,5% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Monsanto heeft goede cijfers gepubliceerd over het eerste kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 0,21 en dat was veel beter dan de markt verwachtte. Die ging uit van een verlies van \$ 0,04. Ook de omzet ontwikkelde zich voorspoedig en groeide met 20% naar \$ 2,65 miljard. De consensus bedroeg \$ 2,28 miljard. De mooie cijfers waren vooral te danken aan de goede uitkomsten bij de divisie Seeds & Genomics. Die divisie zag de omzet met meer dan 30% stijgen dankzij een sterke vraag uit Zuid-Amerika. Voor heel 2017 verwacht een WpA van \$ 3,87 - \$ 4,45. Gecorrigeerd bevestigt dat een eerder guidance van \$ 4,50 - \$ 4,90. Daarmee lijkt een einde gekomen aan enkele heel zwakke jaren als gevolg van zeer lage landbouwprijzen.

Motivatie

Monsanto is in gesprek met het Duitse Bayer om zich te laten overnemen en heeft het bod van \$ 128 geaccepteerd. Er leven bij toezichthouders en bij maatschappelijke groeperingen grote bezwaren tegen deze overname. Analisten schatten de kans dat de deal doorgaat op ongeveer 50%. Gelet op de koersontwikkeling heeft de markt er vooralsnog ook weinig vertrouwen in. De koers heeft eerder de neiging te dalen dan te stijgen. Wie gelooft dat de deal uiteindelijk zal doorgaan moet nu instappen voor een speculative Buy. Wij handhaven echter het Houdenadvies. Het aandeel is aan de prijs en de vooruitzichten zijn niet overdonderend. Wij houdend echter het oog ook gericht op een mogelijk doorgaan van de deal.

6 juni 2017

Koers	\$ 106,48	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 110,00	3,3%
Uitstaande aandelen	271 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 28,826 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 877 Mln.	
ISIN	US6935061076	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	5,19	20,5	1,41	1,32%
2016	3,24	32,9	1,51	1,42%
2017^V	6,32	16,8	1,56	1,47%
2018^V	6,90	15,4	1,72	1,62%

Status	1-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

PPG Industries werd opgericht in 1883 door Capt. John B. Ford en John Pitcairn als glasproducent. Nu, 130 jaar later is het dienstenpakket van PPG Industries onderverdeeld in drie segmenten: Performance Coatings (57% van de omzet), w.o. beschermende en decoratieve, Industrial Coatings (36%), w.o. automotieve en verpakkingscoatings, en Glas (7%), w.o. vlakglas en fiber glas. Er werken 46.600 mensen. De uitgaven voor R&D bedragen op jaarbasis ruim \$ 500 miljoen (3,3% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

PPG kwam met resultaten over het 4de kwartaal 2016 die iets achterbleven bij de verwachtingen. De omzet groeide met 1,5% naar \$ 3,50 miljard, waar consensus uitging van \$ 3,56 miljard. PPG had last van een dure dollar (-3%), wat gedeeltelijk gecompenseerd werd door een stijging van de volumes met 2%. Ook speelden desinvesteringen een rol. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 1,19 en dat was in lijn. Het was tevens een verbetering met 2,6% ten opzichte van 2015. PPG gaat over 2017 \$ 125 miljoen besparen en heeft \$ 2,5 - \$ 3,5 miljard uitgetrokken voor acquisities en terugkoop eigen aandelen. Voor heel 2017 voorziet PPG een geleidelijke verbetering van het economisch momentum wereldwijd.

Motivatie

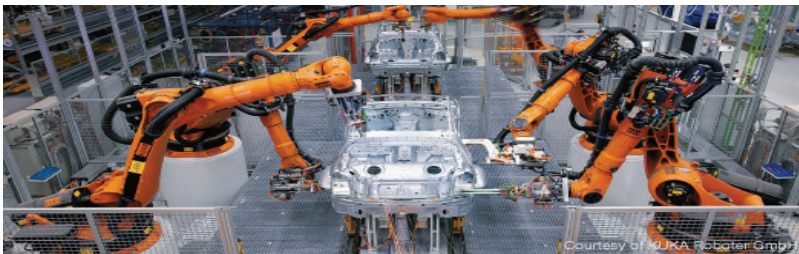
Het Amerikaanse PPG wordt goed geleid. De onderneming is uitgegroeid tot een wereldspeler van verven en coatings. PPG liet al jaren een bovengemiddelde omzet- en winstgroei zien, maar de dure dollar en ook een ongunstiger economisch klimaat heeft zijn tol geëist. Het probleem is voor PPG evenals voor Akzo dat de perspectieven op korte termijn onzeker zijn. Er is veel aarzeling in de verschillende eindmarkten en in meerdere regio's. PPG zelf ziet wel enige verbetering in de loop van 2017. Kostenbeheersing in vooral zwakkere regio's moet de efficiency verhogen. Wij handhaven het advies Houden.

Industrie

De sector is sterk cyclisch van aard. De crisis van 2008 heeft diep ingegrepen in de sector. De VS laten een keurige groei zien, de BRIC landen daarentegen zijn in een recessie (Brazilië, Rusland) of nagenoeg recessie beland (India, China). Europa kent een laag groeipad.

Wij zien de volgende trends in de sector:

- **Technologie:** de toepassingen zijn ontelbaar, variërend van datacollectie tot monitoring in de fabrieken tot de elektrificatie van de maatschappij.
- **Robotica:** harde automatisering van de fabrieken ten einde de productiviteit te laten stijgen en de kosten per eenheidproduct te laten dalen.
- **Connectivity:** Internet of Things (IoT) met de meest belangrijke toepassingen tot dusverre home-automation en de zelfrijdende auto.
- **Protectionisme:** na jarenlange globalisering beginnen belangrijke geïndustrialiseerde lande (w.o. de VS) het belang van een sterke industrie in eigen land voorop te stellen.



Onze toppicks binnen de sector zijn: Daimler, ABB, Siemens, GE en Boeing.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Daimler	4,96	Kopen	Kasstromen sterk genoeg om en hoge investeringen te plegen en dividenden te betalen
Siemens	4,31	Kopen	2016 blijkt een eerste oogstjaar te zijn. Divisies voldoen aan de doelstellingen
ABB	4,30	Kopen	Productiviteitsstijging en kostenreductie in low growth omgeving
General Electric	4,29	Kopen	\$ 18 miljard aan buyback en dividend. Investeringscyclus ten einde
Boeing	3,98	Kopen	Dreamliner gaat renderen, hoge kasstromen voor dividend en buybacks
BMW	3,64	Kopen	Innovatief vermogen en introductie nieuwe types. Topmanagement
Rio Tinto	3,26	Houden	Goed gemanaged en gezond bedrijf. Macro-omgeving vijandig voor de sector
Caterpillar	2,86	Houden	Zwakke vraag en nog geen herstel in zicht. Neerwaartse guidance
Volkswagen	2,85	Houden	Intern lijkt Volkswagen greep op zaken te krijgen. Het heeft echter geen greep op de buitenwereld
3M Company	2,18	Houden	Dure dollar en minder vraag uit eindmarkten ook in 2017
United Technologies	2,08	Houden	Guidance voor 2017 duister. Is er een pensioengat?
Arcelor Mittal	1,84	Houden	Structurele overcapaciteit
Airbus	1,01	Houden	Productievertraging en onzekerheid over margeontwikkeling in 2016
Michelin	0,93	Verkopen	Druk op zowel volumes als op de prijs. Dure productielocaties
BHP Billiton	0,84	Verkopen	Herstructureringen werpen vruchten af. Markt laat voorzichtige verbetering zien

6 juni 2017

Koers	\$ 202,44	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 220,00	8,7%
Uitstaande aandelen	625 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 126,474 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 5,050 Mrd.	
ISIN	US88579Y1010	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	7,58	26,7	4,10	2,03%
2016	8,08	25,0	4,42	2,18%
2017^V	8,67	23,3	4,72	2,33%
2018^V	9,37	21,6	5,02	2,48%

Status	17-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De kernactiviteiten van het Amerikaanse industriële concern 3M bestaan uit research, productie en de verkoop van hoogwaardige producten voor de gezondheidszorg, de industrie, consument en kantoor, beveiligings- en beschermingsdiensten, elektronica, telecommunicatie, elektriciteit en de transportmarkten. 3M produceert tienduizenden uiteenlopende producten. Bekende producten zijn o.a. de Post-it plakbriefjes en Scotch plakband. Het bedrijf staat er om bekend, dat het werknemers 15% van de werkweek de tijd geeft om oplossingen te ontwikkelen die het dagelijks leven zouden kunnen vergemakkelijken. De uitgaven aan R&D bedragen ca. \$1,8 miljard (5,8% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

De moeizame trends uit het 3de kwartaal 2016 hebben zich voortgezet in het 4de kwartaal. Dat betekent dat de uitkomsten tegenvielen. De omzet bedroeg \$ 7,33 miljard en dat was iets minder dan de verwachte \$ 7,35 miljard. De WpA bedroeg \$ 1,88 en dat was iets beter dan de verwachte \$ 1,97. Voor 2017 verwacht 3M een WpA \$ 8,45 - \$ 8,80 en een organische omzetgroei van 1% - 3%. De mindere gang van zaken is enerzijds toe te schrijven aan een dure dollar en anderzijds aan het minder presteren van de consumentendivisie. 3M haalt 2/3e van zijn omzet uit het buitenland. De omzet in de belangrijke consumentendivisie daalde met 0,7%.

Motivatie

3M heeft hoge marges, genereert een stabiele kasstroom en het rendement op het geïnvesteerd vermogen is hoog. 3M betaalt al 99 jaar dividend zonder enige interruptie en het aantal uitstaande aandelen neemt gestaag af door forse inkoopprogramma's van eigen aandelen. De verbetering van de winst is het gevolg van die terugkoop in combinatie met het snijden in de kosten. Onder de huidige moeilijke omstandigheden voert 3M een selectief overnamebeleid in combinatie met desinvesteringen om de kwaliteit van het productportfolio te verbeteren en zodoende ook de marges te verbeteren. Het tegenvallende 2016 is vooral toe te schrijven aan de zwakke economie in veel Opkomende Markten in combinatie met een dure dollar. Mocht de economie in die regio's aantrekken, dan zal 3M daarvan profiteren. Het is echter allerminst zeker dat dit gaat gebeuren. Daarom nemen we een afwachtende houding aan en laten we het Houdenadvies staan. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	Fr. 24,26	(31/5/2017)
Koersdoel	Fr. 26,65	9,9%
Uitstaande aandelen	2,315 Mrd.	
Marktkapitalisatie	Fr. 56,156 Mrd.	
Nettowinst (2016)	Fr. 1,899 Mrd.	
ISIN	0,314828499	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	0,84	28,9	0,74	3,05%
2016	0,82	29,6	0,77	3,19%
2017^V	1,13	21,5	0,79	3,27%
2018^V	1,31	18,5	0,80	3,30%

Status	17-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Het Zweeds-Zwitserse ABB is één van de grootste conglomeraten ter wereld. De multinational levert een verscheidenheid aan producten voor het vervoeren en omzetten van elektriciteit, maar is ook een grote speler op het gebied van automatisering en industriële robots. De onderneming spendeert ongeveer CHF 1,5 miljard aan R&D (4,2% van de omzet). Er werken ongeveer 135.000 mensen.

Huidige ontwikkelingen

De uitkomsten over het 4de kwartaal waren beter dan verwacht, maar daarmee is alles gezegd. Het goede nieuws was dat de orderportefeuille voor het eerst in twee jaar weer een groei liet zien en wel met 3% naar CHF 8,3 miljard. Het beeld is echter vertekend, omdat ABB enkele zeer grote contracten afsloot. Het mindere nieuws was echter dat de gecorrigeerde EBITA daalde met 2% naar CHF 1,1 miljard. Over heel 2016 daalde de omzet met 1% naar CHF 33,8 miljard, terwijl de winst steeg met 2% naar CHF 1,9 miljard. Zonder meer positief was het herstel in de divisie Power Grids, waar het orderboek met 15% groeide naar een waarde van CHF 2,9 miljard. Deze divisie is één van de speerpunten van ABB. Het bedrijf is voorzichtig positief over het lopende jaar.

Motivatie

Het 4de kwartaal liet een verbetering zien van het orderboek, de omzet en de vrije kasstromen. Daarmee lijkt de basis gelegd voor een verder herstel van omzet en winstgevendheid in 2017. Volgens het management van het bedrijf komt het moment nabij dat de omzet jaarlijks met 3% - 6% gaat groeien. Het is een groot vraagteken of dat al in 2017 gebeurt. Een herstel in de Opkomende Markten zou daarbij zeer behulpzaam zijn. Dankzij een constante verbetering van het productportfolio en een sterk herstel bij de divisie Power Grids blijft ABB een belofte voor de wat langere termijn. Wij handhaven het advies Kopen. Het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 73,58	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 79,50	8,0%
Uitstaande aandelen	788 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 57,960 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 995 Mln.	
ISIN	NL0000235190	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,43	21,5	1,30	1,77%
2016	3,15	23,4	1,36	1,85%
2017^V	3,52	20,9	1,60	2,17%
2018^V	4,61	16,0	1,85	2,51%

Status	17-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De Airbus Groep houdt zich bezig met het produceren van vliegtuigen, raket- en verdedigingssystemen voor de ruimtevaart- en defensie-industrie. De Groep is actief via de volgende vijf divisies: Airbus (commerciële vliegtuigen), Defensie en Veiligheidssystemen (raketten en raketsystemen, defensie-elektronica en militaire gevechtstoestellen, Eurocopter (civiele en militaire helikopters), Astrium (satellieten en lanceerinrichtingen, optronica en lasertechnologie), Militaire Transportvliegtuigen (transportvliegtuigen en speciale missie toestellen). Het is ontstaan uit een samenwerkingsverband tussen verschillende Europese vliegtuigbouwers om sterker te staan ten opzichte van de concurrentie uit de VS. De uitgaven aan R&D zijn ca. € 3,8 miljard (4,1% van de omzet) op jaarbasis.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten van Airbus over het 4de kwartaal en heel 2016 hebben iets dubbelhartigs. Het gecorrigeerde EBITA over het 4de kwartaal kwam uit op € 1,54 miljard, royaal beter dan de consensus van € 1,46 miljard. Voor heel 2016 bedroeg dit EBITA € 3,96 miljard, beter dan de consensus van € 3,8 miljard, maar wel minder dan de € 4,1 miljard van 2015. De cijfers over het 4de kwartaal en eigenlijk over heel 2016 worden ernstig vertekend door de grote lasten ter waarde van € 2,2 miljard voor ernstig vertraagde leveringen van het militaire toestel A400. Mede als gevolg van die lasten daalde de WpA van € 3,43 naar € 1,29. De gecorrigeerde WpA voor 2016 komt uit op € 3,15. De nettowinst daalde van € 2,7 miljard in 2015 naar € 995 miljoen in 2016.

Motivatie

De ontwikkeling van de vrije kasstroom is beperkt, omdat veel investeringen nodig zijn bij het verder ontwikkelen van (nieuwe) vliegtuigen, bijvoorbeeld de A350. De vooruitzichten voor het bedrijf zijn goed. De winstverwachting, de kasstroom en de marges kunnen op de wat langere termijn verbeteren, zeker na 2017. Op kortere termijn zijn de ontwikkelingen onzeker. Veel van de problemen waar Airbus in 2016 mee kampte gaan mee naar 2017. De waardering van Airbus is gemiddeld te noemen. Wij adviseren het aandeel te Houden.



6 juni 2017

Koers	€ 19,67	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 7,84	-60,1%
Uitstaande aandelen	1,665 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 32,750 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,779 Mrd.	
ISIN	LU0323134006	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	-4,39	-4,5	0,00	0,00%
2016	1,07	18,4	0,05	0,24%
2017^V	0,81	24,3	0,08	0,41%
2018^V	0,89	22,1	0,14	0,71%

Status	17-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Arcelor Mittal is 's werelds grootste staalbedrijf met productiefaciliteiten in 14 landen en een productie van 42 miljoen ton per jaar. De onderneming opereert in vijf segmenten: Flat Carbon Americas; Flat Carbon Europe; Long Carbon Americas and Europe; Azië, en Afrika met het Gemenebest van Onafhankelijke Staten (GOS). ArcelorMittal produceert een scala aan eindproducten en halffabricaten. De producten worden verkocht aan de auto-, pijp en buis-, bouw-, verpakings- en machine-industrie.

Huidige ontwikkelingen

Arcelor boekte in de laatste drie maanden van 2016 een brutoresultaat (EBITDA) van \$ 1,66 miljard. Dat is 51% meer dan een jaar eerder en iets meer dan analisten hadden voorspeld. De omzet steeg met 1% naar 14,1 miljard dollar. Arcelor schat dat de vraag naar staal vorig jaar met 1% is gestegen. Voor 2017 rekt het bedrijf op een verdere stijging met 0,5% - 1,5%. De investeringen van het concern komen naar verwachting met \$ 2,9 miljard een half miljard hoger uit dan in 2016. Over heel 2016 zakte de omzet van het concern met 11% naar \$ 56,8 miljard. Het bedrijfsresultaat verbeterde mede dankzij bezuinigingen en hogere prijzen wel met een vijfde tot \$ 6,3 miljard. Arcelor verlaagde de schuldenlast met bijna \$ 6 miljard naar \$ 20,1 miljard. Arcelor gaat bedrijfsobligaties terugkopen ter waarde van \$ 2,5 miljard.

Motivatie

Arcelor heeft uitstekend zaken gedaan dankzij sterk verbeterende staalprijzen. De staalsector is echter erg cyclisch en er bestaat wereldwijd nog een grote overcapaciteit. Vooral de Chinezen blijven staal dumpen op de Europese en Amerikaanse markten. De EU en VS zijn drukdoende de eigen markt te beschermen door importtarieven te verhogen. Door protectie kunnen staalprijzen stijgen en daardoor een veel groter aanbod teweeg brengen, terwijl de vraag niet veel beter kan. De risico's blijven groot en bovendien neerwaarts gericht. Arcelor is terughoudend over 2017, omdat onduidelijk is hoe lang de vraag uit China sterk blijft. Wij adviseren opnieuw het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	£ 11,86	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 11,10	-6,4%
Uitstaande aandelen	5,324 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 63,140 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-£ 968 Mln.	
ISIN	GB0000566504	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	0,25	47,4	0,88	7,42%
2016	-0,18	-65,2	0,34	2,90%
2017^V	1,47	8,1	0,30	2,54%
2018^V	1,31	9,1	0,30	2,53%

Status	17-3-2017
Advies	Verkopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

BHP Billiton is in 2001 ontstaan na een fusie tussen het Britse Billiton en het Australische BHP. Deze mijnbouwer opereert wereldwijd en houdt zich bezig met het exploreren, ontwikkelen, produceren en verwerken van met name kolen, koper, ijzererts, mineralen, olie en gas.

Huidige ontwikkelingen

Dankzij een sterk verbeterde vraag naar ijzererts in China heeft BHP Biliton een goede 1ste helft van het gebroken boekjaar 2016/2017 achter de rug. Onderliggend kwam de winst uit op \$ 3,24 miljard uit. Dat was beter dan de consensus van \$ 2,94 miljard en veel beter dan de \$ 412 miljoen van een jaar eerder. Dankzij de verbeterde winst kwam er een interim dividenduitkering van \$ 0,40. De verwachting was \$ 0,30.

Motivatie

BHP heeft lange tijd te kampen gehad met lage prijzen voor commodities. Het geheel of gedeeltelijk schrappen van het dividend en het verlagen van de capex gaf toen enige ademruimte. In 2016 trad echter prijsherstel op dankzij China. Maar dat zet waarschijnlijk niet door in 2017. BHP Biliton is bovendien bang voor een meer protectionistisch klimaat in de VS in 2017 en de jaren daarna. Daar staat tegenover dat BHP leaner en meaner is en daardoor minder gevoelig voor tegenslagen. Op termijn blijven de vooruitzichten op zijn best onzeker, omdat China van economische koers wijzigt. We handhaven daarom het Verkoopadvies.



6 juni 2017

Koers	€ 84,06	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 99,00	17,8%
Uitstaande aandelen	656 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 55,185 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 6,863 Mrd.	
ISIN	DE0005190003	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	9,70	8,7	3,20	3,81%
2016	10,45	8,0	3,42	4,07%
2017^V	10,30	8,2	3,52	4,19%
2018^V	10,50	8,0	3,62	4,31%

Status	17-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De Bayerische Motoren Werke (BMW) is één van de grote Duitse automerken en ontwikkelt, produceert en verkoopt auto's en motoren. De BMW Groep is werkzaam in drie marktsegmenten: Auto's, Financiële dienstverlening (autolease, leningen, verzekeringen) en Motoren. De belangrijkste merken zijn BMW, Mini en Rolls-Royce. De R&D uitgaven bedragen ruim € 5 miljard (5,6% van de omzet) op jaarbasis.

Huidige ontwikkelingen

Het jaar 2016 was een topjaar voor BMW. De omzet steeg met 2,2% naar € 94,2 miljard en de nettowinst ging met 8% omhoog naar € 6,9 miljard. Het operationele resultaat daalde echter met 2,2% naar € 9,39 miljard. Dat was het gevolg van een eenmalige last van € 544 miljoen in het 4de kwartaal, waardoor EBIT niet op € 2,3 miljard uitkwam maar op € 1,8 miljard. BMW wees er ook op dat de uitgaven voor R&D hoger uitgevallen waren dan verwacht. Mede daardoor daalde de operationele marge van 9,3% naar 8,9%. Dat is nog steeds binnen de doelstelling van 8% -10%. BMW is optimistisch over 2017.

Motivatie

Er zijn niet veel automerken met een duidelijke vrije kasstroom, maar BMW is er één van. Desondanks staat het aandeel onder druk. Dat heeft deels te maken met de veranderende opvattingen over autobezit en de opkomst van de elektrische auto's. Kan een traditioneel bedrijf als BMW deze uitdagingen aan? BMW zal komende jaren veel moeten investeren in nieuwe technologieën, zoals digital connectivity, mobility services en autonomous driving. Het bedrijf denkt echter dat dit niet ten koste zal gaan van de winstgevendheid. Ook de noodzaak van nieuwe modellen wordt steeds groter om omzet, marges en winst op niveau te houden. Het dividendrendement is aantrekkelijk en het aandeel is niet duur. Het management is voor zijn taak berekend. BMW heeft bovendien een naam hoog te houden als het gaat om innovatie. Het advies blijft daarom kopen. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 186,88	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 208,00	11,3%
Uitstaande aandelen	680 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 126,985 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 4,895 Mrd.	
ISIN	US0970231058	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	7,44	25,1	3,64	1,95%
2016	7,38	25,3	4,35	2,33%
2017^V	9,20	19,4	5,48	2,93%
2018^V	10,80	17,3	5,97	3,19%

Status	17-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Boeing is een Amerikaans lucht- en ruimtevaartbedrijf dat bekendheid geniet als de grootste vliegtuigbouwer ter wereld. Boeing is ook een grote producent van militaire producten. Het hoog technologische niveau wordt ondersteund door jaarlijkse R&D uitgaven van ca. \$ 3,5 miljard per jaar.

Huidige ontwikkelingen

Boeing presenteerde cijfers over het 4de kwartaal van 2016 die goed vielen in de markt. Met \$ 23,3 miljard viel de omzet iets hoger uit dan de consensus van \$ 23,2 miljard. De WpA van \$ 2,47 was aanmerkelijk beter dan de verwachte \$ 2,35. Voor heel 2016 kwam de omzet uit op \$ 96,4 miljard en een WpA van \$ 7,38. Voor het lopende jaar verwacht Boeing een WpA van \$ 9,10 - \$ 9,30 bij een omzet van \$ 90,5 - \$ 92,5 miljard. De cashflow komt uit op \$ 10,75 miljard vergeleken met een cashflow van \$ 10,5 miljard in 2016. Boeing verwacht in 2017 tussen 760 - 765 toestellen af te leveren tegen 748 in 2016.

Motivatie

Boeing denkt de zaak redelijk op orde te hebben. De orderportefeuille oogt gezond en Boeing krijgt aantoonbaar meer greep op de productiekosten van de Dreamliner. Die laten een duidelijk dalende trend zien en naar sommige maatstaven is de Dreamliner zelfs al winstgevend. De kasstromen zullen fors gaan toenemen als de 737 en 787 eenmaal op een behoorlijk niveau worden geproduceerd. Het orderboek voor de vernieuwde 737 heeft nu al een waarde van meer dan \$ 200 miljard. Een verder herstel van de nu al hoge kasstromen in 2017 en een redelijke waardering in combinatie met programma's voor inkoop eigen aandelen en een aantrekkelijk dividendrendement ondersteunen ons advies om te Kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 105,47	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 105,00	-0,4%
Uitstaande aandelen	603 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 63,559 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-\$ 67 Mln.	
ISIN	US1491231015	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	3,49	30,2	2,64	2,51%
2016	-0,11	-948,6	2,70	2,56%
2017^V	3,08	34,2	3,09	2,93%
2018^V	4,40	24,0	3,11	2,95%

Status	17-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Amerikaanse Caterpillar is een multinational gespecialiseerd in het ontwikkelen en maken van bouwmachines. Het bedrijf levert met name aan de mijnbouwsector. Naast zware bouwmachines levert het bedrijf ook motoren, gasturbines en locomotieven. Het segment Financiële Producten verzorgt de financiering, leasing en verzekeringen voor klanten. De bekende merknamen zijn: Caterpillar, Cat, Solar Turbines, MaK, Perkins, FG Wilson en Olympian. Caterpillar is wereldwijd actief. De uitgaven aan R&D bedragen ruim \$ 2 miljard (4,2% van de omzet) op jaarbasis. De onderneming heeft meer dan 15.000 actieve patenten.

Huidige ontwikkelingen

Ook het 4de kwartaal van 2016 is allerm minst soepel verlopen voor Caterpillar. De omzet daalde met 13% naar \$ 9,6 miljard waar consensus uitging van \$ 9,8 miljard. Alleen Azië presteerde volgens verwachting. Er resteerde een operationeel verlies van \$ 1,26 miljard vanwege een eenmalige last van \$ 1,087 miljard en afschrijvingen op de goodwill. Daarvoor gecorrigeerd was er een positief resultaat van \$ 279 miljoen. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 0,83, royaal beter dan de verwachte \$ 0,66. Ondanks de vooruitzichten van een mogelijk grootschalig infrastructuurinitiatief van president Trump blijft Caterpillar terughoudend over 2017. Het blijven uitdagende tijden. Voor 2017 verwacht Caterpillar een omzet tussen \$ 36 - \$ 39 miljard en een WpA van \$ 2,90. Analisten rekenen op \$ 3,08.

Motivatie

De vraag is wanneer de markt voor Caterpillar het dal bereikt. Ervaringen uit het verleden leren dat een dal heel diep kan zijn. Een substantieel herstel in 2017 is niet uitgesloten, maar ligt niet voor de hand. Beleggers die een sneller herstel verwachten kunnen bedrogen uitkomen. De onderneming werkt met veel succes aan een lagere kostenstructuur, waardoor marges overeind blijven of zelfs nog verbeteren. Het dividendrendement van meer dan 3% is inmiddels aantrekkelijk geworden, maar het aandeel is wel aan de prijs. Het advies is Houden, zolang een daadwerkelijk herstel zich niet aankondigt.

6 juni 2017

Koers	€ 65,05	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 90,00	38,4%
Uitstaande aandelen	1,070 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 69,593 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 8,526 Mrd.	
ISIN	DE0007100000	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	7,87	8,3	3,25	5,00%
2016	7,97	8,2	3,25	5,00%
2017^V	8,58	7,6	3,41	5,24%
2018^V	8,69	7,5	3,46	5,32%

Status	17-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Daimler, voorheen bekend als DaimlerChrysler, produceert personenauto's en commerciële voertuigen. Onder het hoofdmerk Mercedes vallen niet alleen auto's, maar ook vrachtwagens, bestelwagens en bussen. De stal van het bedrijf herbergt onder andere ook nog de Smart, een kleine auto en de Maybach, een luxe auto waarvan de productie in 2014 weer ter hand is genomen met het oog op de Chinese markt. Daimler is wereldwijd actief met ruim 284.000 medewerkers. De R&D uitgaven zijn ruim € 6,5 miljard (4,3% van de omzet) per jaar.

Huidige ontwikkelingen

Daimler heeft een goed 2016 achter de rug. Het bedrijf verkocht 2,2 miljoen voertuigen, 10% meer dan in 2015. In de loop van het jaar is de vaart er een beetje uitgeraakt wat te zien is aan de cijfers over het 4de kwartaal. Het gecorrigeerde operationele resultaat steeg met slechts 3,5% naar € 3,58 miljard, ruim beneden de consensus van € 3,74 miljard. De vrachtwagendivisie is ook nu weer de hoofdschuldige. De winst over 2016 kwam uit op € 8,5 miljard, iets boven de winst van 2015 van € 8,7 miljard. Daimler verwacht dat de omzet in 2017 amper zal groeien. Wellicht hebben de verkopen op de Chinese markt gepiekt.

Motivatie

Daimler ziet zich de komende jaren gesteld voor grote technologische uitdagingen. Het gaat hier om de zogeheten megatrends in de industrie, zoals connectivity, car sharing, de elektrische auto en de zelfsturende auto's. De kasstromen zijn voorlopig groot genoeg om de benodigde investeringen op te brengen en om de dividendbetalingen op peil te houden. Het dividendrendement bedraagt meer dan 5% voor 2017E. Daar staat tegenover dat bij beleggers de vrees leeft dat de traditionele autoproducent onvoldoende in staat zal zijn om succesvol in te haken op de megatrends. Daarom doet de sector een discount ten opzichte van de brede markt. We delen het pessimisme niet. Daimler heeft in het recente verleden bewezen grote uitdagingen het hoofd te kunnen bieden. We handhaven daarom het Koopadvies en het aandeel blijft in de Modelportefeuille.



General Electric

6 juni 2017

Koers	\$ 27,36	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 34,20	25,0%
Uitstaande aandelen	10,096 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 276,238 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 8,820 Mrd.	
ISIN	US3696041033	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	-0,61	-44,9	0,92	3,36%
2016	0,87	31,3	0,94	3,42%
2017^V	1,63	16,8	0,97	3,55%
2018^V	1,90	14,4	1,02	3,73%

Status	17-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

GE is het grootste industriële conglomeraat ter wereld. Het bedrijf heeft een sterke marktpositie in sectoren als olie en gas, gezondheidszorg en luchtvaart. De activiteiten bestaan uit een brede selectie van producten voor ondermeer de opwekking en transmissie van elektriciteit, vliegtuigmotoren, waterverwerking, beveiligingstechnologie, medische beeldapparatuur en mediacontent. GE speelt in op veranderende marktomstandigheden. GE is bijvoorbeeld gaan investeren in software en Big Data. Er werken 333.000 mensen. De uitgaven voor R&D bedragen ca. \$ 5,3 miljard (4,5% van de omzet) op jaarbasis.

Huidige ontwikkelingen

Over heel 2016 steeg de omzet met ongeveer 5%. De resultaten over het 4de kwartaal waren niet bepaald denderend, maar ze waren wel conform verwachtingen. De onderliggende WpA daalde met 12% naar \$ 0,46. De omzet daalde in het kwartaal met 2% naar \$ 33,1 miljard, wel royaal onder de consensus van \$ 33,9 miljard. Los van de acquisities stagneerde de omzetgroei. De waarde van het orderboek bedroeg \$ 33,9 miljard, een plus van 4%. De waarde van het totale orderboek bedraagt \$ 321 miljard. De resultaten werden in het 4de kwartaal vooral gedrukt door de olie- en gasdivisie. Dat zal in 2017 waarschijnlijk niet veel veranderen. Voor heel 2017 verwacht GE een organische omzetgroei van 3% - 5% en een WpA van \$ 1,60 - \$ 1,70. De marges kunnen met 1% verbeteren.

Motivatie

De huidige CEO, Jeffrey Immelt, is alweer bijna een decennium doende GE om te bouwen naar een industrieel conglomeraat. De ombouw verloopt met horten en stoten. Er is altijd wel een divisie die achterblijft, zoals nu de divisie Olie & Gas. Dit vertroebelt echter het beeld. Onderliggend is de groei positief. Los daarvan weet GE nog steeds enorme vrije kasstromen te genereren. Voor 2017 is dat een geschat bedrag tussen \$ 16 - \$ 20 miljard. Die enorme kasstromen stellen GE in staat om naast acquisities ook een bedrag van \$ 8 miljard te reserveren voor het terugkopen van eigen aandelen. Daar komt nog een aantrekkelijk dividendrendement bij van meer dan 3%. Het aandeel is aan de prijs, maar GE werkt hard en consequent aan waardecreatie voor de aandeelhouder. We handhaven het Koopadvies en nemen het aandeel op in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	€ 114,60	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 115,00	0,3%
Uitstaande aandelen	187 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 21,379 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,676 Mrd.	
ISIN	FR0000121261	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	6,23	18,4	2,85	2,49%
2016	8,98	12,8	3,05	2,66%
2017^V	9,18	12,5	3,25	2,84%
2018^V	10,25	11,2	3,72	3,25%

Status	17-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Compagnie Generale des Etablissements Michelin is producent van autobanden voor automobielen. Michelin produceert banden voor personenauto's, lichte vrachtauto's, grote vrachtwagenbanden, graafmachines, vliegtuigbanden, tractors en verzorgt de distributie daarvan. Daarnaast leveren ze lifestyle producten zoals schoeisel, sport- en vrijetijdsproducten en drukmetende producten, veiligheidsaccessoires en artikelen om banden te wisselen. Michelin publiceert ook land- en wegenkaarten in twaalf talen. Ze is in zeer vele landen actief.

Huidige ontwikkelingen

Michelin heeft voldaan aan de eigen verwachtingen voor 2016. Het operationeel resultaat steeg met 4,5% naar € 2,69 miljard. De marge ging omhoog van 12,2% naar 12,9%. De omzet daalde met 1,4% naar € 20,91 miljard. De resultaten waren vooral te danken aan het stijgen van de volumes. Door de strakke concurrentie was de prijsdruk groot. Mede daarom probeert Michelin de kosten te verlagen. Voor de periode 2016 - 2020 moeten de kosten omlaag. Voor 2017 hoopt Michelin in lijn met de markt te groeien. Daarom zal het operationeel resultaat niet noemenswaardig verbeteren ten opzichte van 2016. Wel zal de doelstelling van een vrije kasstroom van meer dan € 900 miljoen opnieuw gehaald worden.

Motivatie

Michelin heeft smallere marges dan de concurrentie. Dat komt ondermeer door duurdere productielocaties. Er is wel een duidelijke verbetering waarneembaar. Michelin verwacht nu aan de doelstellingen voor 2020 te voldoen. Voor 2017 verwacht Michelin een verbetering van de volumes, maar die zal evenals in 2016 grotendeels teniet worden gedaan door druk op de prijzen. Om toch de marges overeind te houden zal Michelin proberen de prijzen te verhogen, maar dat kan het bedrijf marktaandeel kosten. Kostenbeheersing blijft het sleutelwoord. Michelin is met het oog op de vooruitgang redelijk gewaardeerd en biedt een behoorlijk dividendrendement. Het advies gaat van Verkopen naar Houden. Het komt niet in de modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	£ 31,27	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 32,32	3,4%
Uitstaande aandelen	1,815 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 56,746 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 4,617 Mrd.	
ISIN	GB0007188757	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	-0,48	-65,1	2,15	6,88%
2016	2,54	12,3	1,70	5,44%
2017^V	4,41	7,1	2,29	7,33%
2018^V	3,20	9,8	1,79	5,73%

Status	20-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Rio Tinto is een Brits-Australische mijnbouwer vernoemd naar de 5.000 jaar lang gebruikte Rio Tinto mijn in het zuiden van Spanje. Het is tegenwoordig het op één na grootste mijnbouwbedrijf ter wereld met een wereldwijd netwerk aan mijnen waar verschillende metalen, kolen, edelstenen en mineralen worden gewonnen. Rio Tinto is wereldleider op gebied van aluminium. Rio is erg afhankelijk van de ontwikkelingen bij ijzererts. Hier komt meer dan de helft van het resultaat vandaan.

Huidige ontwikkelingen

Rio Tinto is erin geslaagd het verlies voor belastingen over 2015 van £ 726 miljoen om te zetten in een winst voor belastingen van £ 6,34 miljard. De verbetering was te danken aan minder buitengewone lasten en meer eenmalige baten en betere marges. Onderliggend kwam EBITDA uit op £ 13,51 miljard, een plus van 7% ten opzichte van 2015. De stijging was te danken aan betere resultaten bij de ijzerertsdivisie en Energie&Mineralen. Onderliggend groeide de nettowinst met 12% tot £ 4,6 miljard. De omzet ging omlaag van £ 34,80 miljard naar £ 33,80 miljard. Dankzij kostenbesparingen konden de marges omhoog.

Motivatie

Rio heeft kwalitatief goede mijnen. Deze worden gezien als beste in de sector. De balans is sterk en Rio heeft weinig schulden. Die gingen in 2016 met maar liefst 30% omlaag tot onder \$ 10 miljard. De onderneming is nog steeds in staat om voldoende vrije kasstroom te genereren. Die moeten de komende vijf jaren met \$ 5 miljard extra toenemen. Hierin onderscheidt het bedrijf zich van veel concurrenten. De waardering is gemiddeld en Rio gaat in 2017 voor \$ 500 miljoen aan eigen aandelen terug kopen. Het is onduidelijk of het prijsherstel voor ijzererts houdbaar is. Binnen zijn sector is Rio Tinto onze favoriet. Echter, de ontwikkelingen in de sector blijven onzeker. Wij adviseren het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 126,65	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 160,00	26,3%
Uitstaande aandelen	881 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 111,579 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 5,450 Mrd.	
ISIN	DE0007236101	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	5,18	24,4	3,50	2,76%
2016	6,19	20,5	3,60	2,84%
2017^V	7,79	16,3	3,82	3,02%
2018^V	8,17	15,5	3,95	3,12%

Status	20-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Siemens AG is een wereldwijd opererend Duits conglomeraat in elektronica en elektrotechniek. Het bedrijf is actief in de sectoren industrie, energie en gezondheidszorg en opereert wereldwijd in circa 190 landen met zo'n 360.000 medewerkers.

Huidige ontwikkelingen

Siemens heeft het 1ste kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 met succes afgesloten. De winst uit de zogeheten industriële activiteiten stegen met 26% naar € 2,51 miljard tegen een consensus van € 2,08 miljard. Alle divisies op die voor treinen na, lieten een meer dan gemiddelde verbetering van resultaten zien. De divisie treinen liet een winstdaling van 15% zien. De omzet bleef met € 19,1 miljard achter bij de consensus van € 19,6 miljard. De gang van zaken is zo goed, dat Siemens de verwachtingen voor het lopende jaar opwaarts heeft bijgesteld. De nettomarge gaat uitkomen tussen 11% - 12% tegen eerder 10,5% - 11,5%. De WpA gaat uitkomen tussen € 7,20 - € 7,70 tegen eerder € 6,80 - € 7,20. De ontwikkeling van de orderportefeuille is zorgelijk. Die daalde met 14%.

Motivatie

De meeste divisies voldoen inmiddels aan de margoelstellingen en het opschudden van de portfolio is nagenoeg afgerond na het afsplitsen van Healthcare. De generatie van vrije kasstroom is sterk te noemen met een jaarlijkse groei van meer dan 6%. Het dividendrendement is eveneens aantrekkelijk. Het aandeel is prettig gewaardeerd. Ook loopt er een nieuw aandeleninkoopprogramma van € 3 miljard over 36 maanden. Wij verwachten een verder toenemend vertrouwen van beleggers in Siemens. Er is een koopadvies voor alle portefeuilleprofielen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 121,27	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 124,00	2,3%
Uitstaande aandelen	891 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 108,003 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 5,055 Mrd.	
ISIN	US9130171096	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,49	27,0	2,56	2,11%
2016	5,68	21,4	2,61	2,15%
2017^V	6,54	18,5	2,81	2,32%
2018^V	7,03	17,3	3,00	2,48%

Status	20-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

United Technologies (UTX) is een multinational wiens activiteiten onder andere bestaan uit het onderzoeken, ontwikkelen en produceren van hoogwaardige technologische producten op vele gebieden. Het bedrijf kent vier belangrijke segmenten. Otis, UTC Climate, UTC Aerospace en Pratt & Whitney. De uitgaven aan R&D bedragen ca. \$ 3,9 miljard (6,9% van de omzet) per jaar.

Huidige ontwikkelingen

UTX heeft resultaten geboekt over het 4de kwartaal die grotendeels in lijn waren met de verwachtingen. WpA kwam in lijn uit op \$ 1,56, terwijl de omzet met 2,5% groeide naar \$ 14,7 miljard. UTX moest wel tegenvallers incasseren. Zo kon Pratt & Whitney slechts 138 van de gehoopte 150 vliegtuigmotoren afleveren. Ook met de verkoop van Otis liften in China loopt het niet naar wens. Voor heel 2017 bevestigde UTX zijn eerdere guidance van een omzet van \$ 57,5 - \$ 59 miljard en een WpA van \$ 6,30 - \$ 6,60. Evenals zo vele andere bedrijven had UTX last van de dure dollar.

Motivatie

UTX heeft \$ 22 miljard gereserveerd om aan beleggers terug te geven in de vorm van dividenden en terugkoop van eigen aandelen. Dat programma moet aan het einde van 2017 afgerond zijn. Het dividendrendement bedraagt minder dan 3% voor 2017E. Hoewel UTX de winstverwachtingen voor 2017 heeft verhoogd, blijft die verhoging achter bij de verwachtingen. Hetzelfde geldt niet voor de omzetgroei. Die blijft beperkt tot 1% - 3%. UTX is ook terughoudend over het macroklimaat in het lopende en het volgende jaar. Dat kan betekenen dat eindmarkten niet veel beter zullen worden. De koers van het aandeel is bovendien sterk opgelopen na de verkiezing van Donald Trump. Wij adviseren het aandeel te Houden.



Volkswagen

6 juni 2017

Koers	€ 135,75	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 145,00	6,8%
Uitstaande aandelen	501 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 68,051 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 5,144 Mrd.	
ISIN	DE0007664005	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	-3,16	-43,0	0,17	0,13%
2016	10,26	13,2	2,06	1,52%
2017^V	22,33	6,1	3,35	2,47%
2018^V	24,19	5,6	4,67	3,44%

Status	20-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Volkswagen concern is één van de grootste autofabrikanten ter wereld met bekende merken zoals VW, Audi, Seat, Skoda, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Scania en MAN. De activiteiten van de VW Groep zijn onderverdeeld in twee divisies: Automobiel en Financiële diensten. De uitgaven voor R&D zijn hoog met ruim € 13,6 miljard (6,4% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Volkswagen heeft het jaar 2016 sterk afgesloten. De netto-winst bedroeg € 5,1 miljard tegen een verlies van € 1,6 miljard over 2015. Dat verlies was vooral het gevolg van een reservering van € 16,2 miljard voor dieselgate. Voor 2016 had VW een bedrag gereserveerd van € 7,5 miljard. Gecorrigeerd hiervoor steeg het operationele resultaat met 14% naar € 14,6 miljard, een record. De omzet steeg met 1,9% naar € 217,3 miljard. VW eindigde 2016 als grootste autoproducent ter wereld. Dankzij kostenbeheersing en topverkopen verbeterde de marge van 1,6% naar 2,2%. Dat moet in 2020 4% zijn. Voor 2017 verwacht Volkswagen een groei van de omzet met 4% en een return on sales van 6% a 7%. Analisten verwachten een RoS van 6,9%.

Motivatie

Volkswagen heeft zich fors hersteld van de koersdreun na het bekend worden van dieselgate, ook al is de affaire nog lang niet voorbij en staat de teller voor de boetes op € 22,6 miljard en is de laatste boete nog niet uitgedeeld. Beleggers lijken ingenomen met de pogingen van het management om vooral bij Volkswagen de productie te stroomlijnen en meer kosten efficiënt te maken zodat de winstgevendheid omhoog kan. Het management heeft bovendien € 10 miljard gereserveerd om een antwoord te kunnen formuleren op de zogeheten mega-trends. Volkswagen Group heeft de crisis opgepakt om een nieuwe start te maken. Het ziet er echter naar uit dat Dieselgate nog lang niet voorbij is. Nu zit Audi in de beklagdenbank. We verlagen het koopadvies naar Houden en verwijderen het aandeel uit de Modelportefeuille vanwege de mogelijkheid dat steeds nieuwe schandalen opduiken.

Transport

Deze sector is een sector die door de jaren heen de kosten van het kapitaal niet goedmaakt. Met andere woorden de sector voegt geen economische waarde toe. Een enkele uitzondering daargelaten.

Wij zien de volgende trends binnen de sector:

- Fusie, overnames en samenwerking. Monopolies van weleer worden ingehaald door marktkrachten en zijn gedwongen te fuseren. Amazon.com is een voorbeeld van zo'n marktkracht.
- Disruptors: sprekende voorbeelden zijn Ryanair en Easy-Jet in de luchtvaartsector maar ook Amazon.com in Retail.
- Mobility: slimme manieren om netwerken te integreren en congestie (file) problemen op te lossen (Hyperloops).
- Brandstofprijzen: na de voorspoedige jaren 2015 en 2016 zien wij een sterke stijging van de brandstofprijzen. Dan worden oude problemen weer actueel.



Vanwege onze sterke voorkeur binnen andere sectoren en het feit dat over de cyclisch heen geen waarde wordt toegevoegd hebben wij geen namen geselecteerd voor opname in de portefeuille.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Deutsche Post	5,51	Kopen	Redelijk gewaardeerd en mooi dividend
Ryanair	4,95	Kopen	Duidelijke groeistrategie, maar Brexit???
PostNL	3,93	Kopen	Goedkoop, gezonde kasstromen maar te klein
Lufthansa	3,48	Houden	Vakbondsinvloed beperkt hervormingen
UPS	3,45	Houden	Wellicht te optimistisch over 2017?
Delta Air Lines	2,30	Houden	Korte termijn problematisch
IAG	2,14	Houden	Brexit en zwakke pond pakken verkeerd uit
FedEx	1,43	Houden	Hoge waardering en laag dividendrendement
A.P. Moller-Maersk	0,65	Houden	Marktomstandigheden zeer moeilijk

6 juni 2017

Koers	kr 12.570,00	(31/5/2017)
Koersdoel	kr 11.610,67	-7,6%
Uitstaande aandelen	22 Mln.	
Marktkapitalisatie	kr 270,884 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-kr 1,900 Mrd.	-\$ 277 Mln.
ISIN	DK0010244425	

	WpA in DKK	K/W	DpA in DKK	DpA in %
2015	252,22	49,8	304,80	2,42%
2016	-88,17	-142,6	298,60	2,38%
2017^V	604,10	20,8	303,40	2,41%
2018^V	796,70	15,8	342,20	2,72%

Status	23-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

A.P. Møller-Mærsk Group, kortweg bekend als Maersk, is een Deense multinationale onderneming. Het is een conglomeraat van bedrijven, die vooral in de transportsector actief zijn. Het bekendste onderdeel is Maersk Line, de grootste containerrederij ter wereld. Maersk Line heeft ruim 600 containerschepen met een capaciteit van 2 miljoen containers. Dat is ongeveer 16% - 19% van het wereldtotaal.

Huidige ontwikkelingen

Tijdens de recente Capital Markets day heeft Maersk gezegd, dat het einde in zicht is van de prijzenoorlog in het containervervoer die nu al vijf kwartalen aanhoudt. Die prijzenoorlog is er wel de oorzaak van dat een stoot is gegeven voor een nieuwe ronde van consolidatie. Bij Maersk verwachten ze dat er in deze sector over enkele jaren nog maar een handjevol spelers van formaat over zal zijn i.p.v. de huidige 20. Maersk zelf helpt dit proces een handje door een bod te doen op het Duitse Hamburg Sued. Als de overname doorgaat groeit het marktaandeel van Maersk van 15,7% naar 18,6%.

Motivatie

Sinds het najaar van 2015 zijn de marktomstandigheden in het containervervoer steeds verder verslechterd. Daardoor blijven de resultaten onder druk staan, ondanks het ingrijpende herstructureringsprogramma. De geschiedenis leert dat vermindering van overcapaciteit en prijsherstel de basis vormt voor een herstel. Het faillissement van het Koreaanse Hanjin Shipping is dit keer de katalysator, waardoor tarieven voorzichtig weer gaan stijgen. Het breakeven point is echter nog niet bereikt wat de aanzet heeft gegeven tot een nieuwe ronde van consolidatie. De verwachting is dat Maersk daar als een van de winnaars zal uitkomen. Op de korte termijn zijn de vooruitzichten niet bijster goed en helder. De waardering van het aandeel is bovendien aan de hoge kant. Wij adviseren het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	\$ 49,06	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 52,00	6,0%
Uitstaande aandelen	795 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 39,022 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 4,373 Mrd.	
ISIN	US2473617023	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	5,69	8,6	0,45	0,92%
2016	5,50	8,9	0,81	1,65%
2017^V	5,18	9,5	0,84	1,71%
2018^V	5,73	8,6	0,97	1,98%

Status	17-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Delta Air Lines, Inc. is het moederbedrijf van onder andere Delta Air Lines en sinds 2008 ook van Northwest Airlines. Delta is in aantallen vervoerde passagiers en vliegbewegingen de grootste luchtvaartmaatschappij ter wereld na de overname van Northwest Airlines in 2008. Delta Air Lines heeft met Air France-KLM een wereldwijde joint venture waarin zij gezamenlijk hun trans-Atlantische vluchten uitvoeren en opbrengsten en kosten delen. Het samenwerkingsverband neemt ca. 25% van het totale trans-Atlantische luchtverkeer voor zijn rekening. De partners kunnen klanten dagelijks meer dan 200 vluchten en ca. 50.000 zitplaatsen bieden. Geografisch omvat het samenwerkingsverband alle vluchten tussen de VS en Europa en tussen Amsterdam en India.

Huidige ontwikkelingen

De uitkomsten over het 4de kwartaal waren grotendeels in lijn met de verwachtingen van de markt. De nettowinst daalde met 37% naar een waarde van \$ 622 miljoen en de WpA daalde 31% naar \$ 0,82. De omzet kwam uit op \$ 9,46 miljard en dat was iets beter dan de verwachte \$ 9,41 miljard. De opbrengst per stoel daalde met 2,7%, iets beter dan eerder aangegeven. Die daling was deels te wijten aan de toename van het aantal stoelen en een forse loonstijging voor de piloten. Voor het 1ste kwartaal van 2017 verwacht Delta minimaal een gelijkblijven van de opbrengst per stoel. Dat is vooral te danken aan een toename van het aantal zakelijke reizigers. Door hogere brandstofprijzen staan de operationele marges onder druk.

Motivatie

De marktomstandigheden zijn lastig door toenemende concurrentie van prijsvechters. De capaciteitsuitbreidingen op de trans-Atlantische vluchten blijven de tarieven onder druk houden. Deze routes zijn belangrijk, want die zorgen voor 20% van de omzet. Het is positief dat Delta zijn lange termijn doelstellingen handhaaft zoals een vrije kasstroom van \$ 4,5 - \$ 5 miljard en de schuld mag niet uitkomen boven \$ 4 miljard. Voor de korte termijn blijven de problemen groot. Prijsvechters, stijgende arbeids- en brandstofkosten eten de voordelen van een hogere bezettingsgraad van de toestellen op. Het aandeel heeft een bescheiden waardering, maar het dividend is beperkt. De onzekerheden in de luchtvaart zijn groot. Wij adviseren het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 31,98	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 38,00	18,8%
Uitstaande aandelen	1,211 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 38,734 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 2,639 Mrd.	
ISIN	DE0005552004	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	1,27	25,2	0,85	2,66%
2016	2,18	14,7	0,98	3,06%
2017^V	2,22	14,4	1,07	3,35%
2018^V	2,38	13,4	1,16	3,63%

Status	23-1-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Deutsche Post is een wereldwijd actief logistiek bedrijf. Het bedrijf is ontstaan uit de Deutsche Bundespost en grotendeels geprivatiseerd in 2000. Deutsche Post bezorgt, onder eigen naam, op de Duitse thuismarkt post. De onderneming geniet wereldwijd bekendheid als marktleider in de logistieke wereld onder de merknaam DHL voor bezorging van pakketten en vrachtvervoer.

Huidige ontwikkelingen

Deutsche Post heeft een goed 3de kwartaal 2016 achter de rug. Het operationele resultaat steeg van € 197 miljoen in 2015 naar € 755 miljoen en dat was beter dan de consensus van € 746 miljoen. Het voormalig postbedrijf profiteert van een sterke groei van online shopping waardoor het aantal te bezorgen pakketjes explodeert. Om de groei gaande te houden heeft Deutsche Post UK Mail overgenomen en is het voornemens acquisities te plegen in Spanje en in Portugal in 2017. Online shopping bevordert niet alleen het bezorgen van pakketjes, maar het geeft ook een impuls aan de lucratieve expressdiensten. Niet alleen bedrijven, maar ook steeds meer particulieren maken gebruik van deze premium service.

Motivatie

De markt voor het internationaal bezorgen van pakketjes binnen en buiten Europa is in de loop van 2016 hersteld en dat geldt in het bijzonder voor Duitsland. Deutsche Post profiteert mede dankzij dochter DHL van de stijgende verkopen van webshops. Er is in de afgelopen periode hard gewerkt aan een verdere rationalisering van het bedrijf en het gezond maken van de balans. Dat is nodig, omdat internationaal de concurrentie, bijvoorbeeld in de hoedanigheid van Amazon.com, toeneemt. De vrije kasstroom ligt rond € 1,7 miljard op jaarbasis. Deutsche Post heeft een aantrekkelijk dividendrendement van om en nabij 3%, redelijke groeivoorzichten en is redelijk gewaardeerd. Met een ROI van 11,72% en een RoE van 26,88% doet Deutsche het veel beter dan de sector. Wij adviseren het aandeel te Kopen. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 193,88	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 210,00	8,3%
Uitstaande aandelen	283 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 54,771 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 1,820 Mrd.	
ISIN	US31428X1063	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	6,51	29,8	0,90	0,46%
2016	6,44	30,1	1,00	0,52%
2017^V	13,47	14,4	1,60	0,83%
2018^V	14,70	13,2	1,85	0,95%

Status	23-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

FedEx is een grote internationale dienstverlener op het gebied van logistiek en koeriersdiensten via grond, zee en lucht, inclusief zware vracht. De belangrijkste goederen die worden vervoerd zijn pakketten en documenten. De Verenigde Staten is de belangrijkste markt. In 2016 heeft FedEx het Nederlandse TNT Express gekocht voor \$ 4,4 miljard. Deze overname versterkt de marktpositie in Europa.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten over het 2de kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 leverden een gemengd beeld op. De omzet kwam uit op \$ 14,9 miljard. Dat was in lijn met de verwachtingen. Het operationeel inkomen daalde echter 12% en de WpA kwam uit op \$ 2,80 in plaats van de beoogde \$ 2,91. De oorzaak van de tegenvaller is te vinden bij de hoge investeringen, nodig voor het moderniseren van de hubs en distributiecentra. Ook het upgraden van het automatiseringssysteem vraagt behoorlijke sommen geld. Ook in 2017 zullen de investeringen op het niveau van 2016 blijven. Margedruk is op de korte termijn een fact of life. Voor het hele fiscale jaar blijft FedEx bij zijn eerdere voorspelling van een WpA van \$ 11,85 - \$ 12,35.

Motivatie

FedEx is in staat om onder lastige macro-economische omstandigheden zijn marges overeind te houden en zelfs te verbeteren. Dat heeft deels te maken met de snelle groei van e-commerce, maar ook met de veranderende focus van het management op financiële ratio's. Niet langer is volumegroei belangrijker dan de marge-ontwikkeling. Deze veranderende opstelling heeft positieve gevolgen voor de winstontwikkeling. Kenmerkend voor de sector is wel een aanhoudend hoge capex, waardoor de vrije kasstroom relatief laag uitvalt. Voor dit jaar is een bedrag van in totaal \$ 5,6 miljard gereserveerd. De waardering ligt boven het sectorgemiddelde en het dividendrendement is beperkt. Wij adviseren het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 6,99	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 7,08	1,2%
Uitstaande aandelen	2,031 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 14,206 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,931 Mrd.	
ISIN	ES0177542018	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,74	9,5	0,20	2,86%
2016	0,95	7,4	0,21	3,00%
2017^V	0,85	8,2	0,22	3,15%
2018^V	0,88	7,9	0,23	3,29%

Status	23-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

International Consolidated Airlines Group SA (IAG) is een Brits-Spaanse multinationale luchtvaartonderneming. Het ontstond in januari 2011 na een fusie tussen British Airways en Iberia, respectievelijk de nationale luchtvaartmaatschappijen van Groot-Brittannië en Spanje. Inmiddels maken ook enkele andere luchtvaartmaatschappijen deel uit van IAG, waaronder de opkomende Spaanse prijsvechter Vueling Airlines. IAG vliegt naar meer dan 200 bestemmingen. IAG is de zevende grootste luchtvaartmaatschappij in de wereld in termen van omzet. In januari 2015 nam Qatar Airways een aandelenbelang van 9,99%. Qatar Airways kan het belang in IAG verder vergroten in de toekomst.

Huidige ontwikkelingen

Over de eerste 9 maanden van 2016 zag IAG de omzet met 0,9% toenemen tot een bedrag van € 17,3 miljard. Het operationele resultaat voor extra baten of lasten ging met 6,1% naar € 1,915 miljard. Voor heel 2016 verwacht IAG een operationeel resultaat van € 2,5 miljard. Dat vertegenwoordigt een stijging van 7%. Echter aan het einde van het 2de kwartaal verwachtte IAG nog een stijging mate 10% - 12%. IAG heeft evenals Ryanair veel te lijden onder het alsmar verder wegglijdend Britse pond. Het zwakke pond kostte IAG € 372 miljoen aan operationeel resultaat. IAG vervoerde in 2017 echter wel meer passagiers dan Air France KLM. De groei was echter niet autonoom, maar vooral te danken aan acquisities zoals die van Aer Lingus.

Motivatie

De Brexit en de daarmee samenhangende waardedaling van het Pond noopt IAG zijn doelstellingen tot 2020 neerwaarts bij te stellen. Het bedrijf ziet zich daartoe genoodzaakt, omdat de vraag zwak is en er dus teveel stoelen zijn. EBITDA zal tot 2020 gemiddeld uitkomen op € 5,3 miljard en dat is minder dan het eerder voorziene bedrag van € 5,6 miljard. Het bedrijf zint echter op middelen om de kostenstructuur zodanig aan te passen, dat de marge in 2020 uitkomt op 12% - 15%, de WpA met meer dan 12% groeit en de vrije kasstroom uitkomt tussen € 1,5 - € 2,5 miljard. Dat zijn grote ambities in een omgeving van overcapaciteit en snel stijgende brandstofkosten. We handhaven ondanks deze ambities het Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	€ 17,25	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 14,80	-14,2%
Uitstaande aandelen	463 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 7,980 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,776 Mrd.	
ISIN	DE0008232125	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,67	4,7	0,50	2,90%
2016	3,84	4,5	0,52	3,02%
2017^V	2,07	8,3	0,46	2,67%
2018^V	2,25	7,7	0,51	2,96%

Status	23-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Lufthansa AG is de grootste Duitse luchtvaartmaatschappij. Deze onderneming is één van de oprichters van Star Alliance, één van 's werelds belangrijkste samenwerkingsverbanden tussen luchtvaartmaatschappijen. Lufthansa biedt wereldwijd werk aan ruim 118.000 mensen met een vloot van

Huidige ontwikkelingen

Het blijven moeilijke tijden voor Lufthansa. Over de eerste negen maanden van 2016 daalde de omzet met 1,8% naar € 23,9 miljard. Ook de gecorrigeerde EBIT daalde en wel met 0,9% naar € 1,667 miljard. Over het 3de kwartaal bedroeg de daling echter 6,3% naar € 1,148 miljard. De uitkomsten zijn het gevolg van aanhoudende prijsdruk op de lange afstandsvluchten, in het bijzonder die naar Zuid-Amerika en Azië. Het verhaal is nog steeds hetzelfde: de immigratiecrisis en de dreiging van terrorisme ontmoedigen veel potentiële reizigers. Dat mondt uit in een teveel aan lege stoelen. Dat is een beeld dat ook in het 4de kwartaal zal doorzetten. Lufthansa verwacht daarom voor het huidige kwartaal een daling van de omzet met 7% - 8%.

Motivatie

Behalve met problemen voor de korte termijn kampt Lufthansa ook met problemen voor de lange termijn. De macht van de verschillende vakbonden maakt het voor Lufthansa nagenoeg onmogelijk om de broodnodige herstructureringen door te voeren om zo de concurrentie met de prijsvechters beter aan te kunnen. Die prijsvechters vallen nu Lufthansa aan op zijn thuismarkt Duitsland en op het grootste vliegveld van dat land, Frankfurt. Prijsvechter Ryanair vervoert nu meer passagiers dan Lufthansa. Door het uitblijven van structurele hervormingen blijft de onzekerheid groot. De lage waardering is terecht in onze ogen. Wij adviseren het aandeel te Houden.



6 juni 2017

Koers	€ 4,36	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 5,75	31,9%
Uitstaande aandelen	442 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 1,924 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 280 Mln.	
ISIN	NL0009739416	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,34	12,8	0,00	0,00%
2016	0,63	6,9	0,00	0,00%
2017^V	0,44	9,9	0,20	4,59%
2018^V	0,45	9,7	0,30	6,88%

Status	23-1-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

PostNL is een Nederlandse onderneming die is ontstaan uit de opsplitsing van TNT, wat weer was ontstaan uit de PTT. Het bedrijf bezorgt poststukken, huis-aan-huis reclamefolders en pakketten. In verband met de dalende postvolumes en de liberalisering van de postmarkt hebben er de afgelopen jaren verschillende reorganisaties plaatsgevonden. PostNL profiteert met haar pakketdienst immers van de stijgende verkopen van webshops.

Huidige ontwikkelingen

PostNL heeft een stabiel 3de kwartaal 2016 achter de rug. De omzet van € 770 miljoen bleef € 10 miljoen achter bij die van 2015. Het onderliggend operationeel resultaat was met € 27 weer iets beter dan het resultaat van 2015 dat bleef steken bij € 23 miljoen. De nettowinst bleef steken bij € 20 miljoen. Het volume in de postmarkt daalde met 5,9%. Het volume aan pakjes groeide met 12%. Voor heel 2016 verwacht PostNL een onderliggend operationeel resultaat van € 220 - € 260 miljoen. Voor heel 2017 moet dat uitkomen op € 230 - € 270 miljoen.

Motivatie

Een belangrijk aspect bij PostNL is het ontbreken van een dividenduitkering. Nagenoeg elke concurrent keert een dividend uit. De kans dat daar in 2017 verandering in komt lijkt gering. Betere resultaten door eerdere bezuinigingen en herstructureringen zullen langzamer doorwerken door verdere marktliberalisering. PostNL heeft voorsnog wel een aantrekkelijke vrije cash flow en een dividend in 2017 is nagenoeg zeker. Het aandeel is goedkoop. Bovendien geldt PostNL door zijn omvang als een overnamekandidaat. Na BPost is het niet ondenkbaar dat Deutsche bij PostNL komt aankloppen. PostNL heeft daarom een Kopenadvies. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 18,64	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 19,00	1,9%
Uitstaande aandelen	1,353 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 25,223 Mrd.	
Nettowinst (2016)	867 Mln.	
ISIN	US7835131043	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,92	20,3	0,38	2,01%
2016	0,64	29,1	0,00	0,00%
2017^V	1,07	17,4	0,00	0,00%
2018^V	1,20	15,5	0,00	0,00%

Status	23-1-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Ryanair is een low-cost-carrier voor continentale vluchten in Europa. De huidige CEO Michael O'Leary verbeterde de formule waardoor de maatschappij één van de meest winstgevende low-cost-carriers ter wereld is. Het Ierse bedrijf werd opgericht in 1985 door de Ierse zakenman Tony Ryan.

Huidige ontwikkelingen

Nog in oktober toonde Ryanair zich bezorgd over de gevolgen van de Brexit en stelde het zijn verwachtingen voor het eerste halfjaar van het gebroken boekjaar neerwaarts bij. De negatieve gevolgen lijken echter mee te vallen. Over het 2de kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/2017 zagen de Ieren de winst met 8,2% toenemen tot een bedrag van € 912 tegen een consensus van € 897 miljoen. Het bedrijf herhaalde de guidance van oktober voor heel het fiscale jaar 2016/17. De gecorrigeerde winst zal uitkomen tussen € 1,3 - € 1,35 miljard. De winststijging was te danken aan een groei van het aantal passagiers over het eerste halfjaar met 12% naar in totaal 64,8 miljoen. In diezelfde periode daalden de tarieven juist met 10%. Juist door deze scherpe daling kon Ryanair de concurrentie aftroeven. Voor de winterperiode verwacht het bedrijf een verdere daling met 13% - 15%.

Motivatie

De strategische heroriëntatie houdt in, dat Ryanair tot 2020 een groei doelstelling heeft van 7% - 10% bij gelijkblijvende beladingsgraden. Tegelijkertijd moeten de kosten verder omlaag en moet de huidige pricing power in stand blijven. Daardoor blijft het mogelijk de marges te verbeteren, evenals de vrije kasstromen. De financiële positie is nu zo sterk geworden, dat het bedrijf zijn expansieplannen grotendeels zelf kan financieren en ook nog jaarlijks € 1 miljard aan de belegger kan teruggeven in de vorm van dividenden of buybacks. Dat laatste maakt het aandeel stormbestendiger voor de korte termijn. De negatieve gevolgen van de Brexit kunnen zo beter opgevangen worden. Wij adviseren het aandeel te Kopen en het koersdoel gaat omhoog naar € 19. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 106,81	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 114,00	6,7%
Uitstaande aandelen	896 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 95,722 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 3,431 Mrd.	
ISIN	US9113121068	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	5,41	19,7	2,92	2,73%
2016	3,83	27,9	3,10	2,90%
2017^V	6,17	17,3	3,34	3,13%
2018^V	6,69	16,0	3,45	3,23%

Status	23-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

United Parcel Service (UPS) is de grootste en oudste koeriersdienst ter wereld. Naast de pakjesdienst richt het bedrijf zich ook steeds meer op aanverwante logistieke activiteiten. Hiervoor heeft het zijn eigen luchtvaartmaatschappij onder de naam UPS Airlines. Bij UPS Supply Chain Solutions kunnen verschillende logistieke processen uitbesteed worden, zoals warehouse management, air- en Ocean forwarding, netwerkmanagement, fysiek transport, repair flows, consulting en optimalisatie van de gehele bevoorradingsketen.

Huidige ontwikkelingen

De uitkomsten over het 3de kwartaal waren iets beter dan verwacht. De gecorrigeerde winst per aandeel kwam uit op \$ 1,44 en dat was in lijn met consensus. De omzet steeg met 4,9% naar \$ 14,9 miljard terwijl de consensus bleef steken bij \$ 14,7 miljard. UPS herhaalde de guidance voor 2016 dat de WpA gaat uitkomen op \$ 5,70 - \$ 5,90. Die verwachting is gebaseerd op een snellere Expansie in Azië en een groei van het aantal pakjes vanaf Thanskgiving tot aan Kerstmis met 14%. De koers van het aandeel is negatief beïnvloed door de mededeling dat UPS nieuwe vliegtuigen gaat kopen met een waarde van \$ 5,3 miljard. Daardoor stijgt de Capex van 4,5% van de omzet naar 5%.

Motivatie

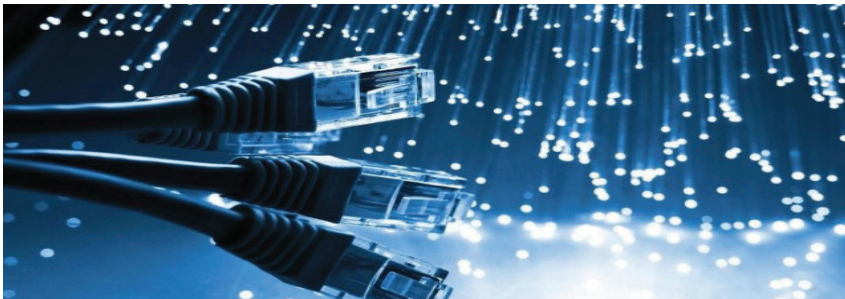
In de verwachting voor 2016, maar ook voor 2017 zegt UPS uit te gaan van een versnelling van economische bedrijvigheid in de VS en rest van de wereld. Daar is nog steeds veel twijfel over. Wij betrachteren liever enige voorzichtigheid. Daar komt bij, dat de expansieplannen wel eens ten koste kunnen gaan van de vrije kasstromen en dat kan weer resulteren in een verminderde terugkoop van eigen aandelen. Daar staat tegenover dat de opmars van e-commerce niet te stoppen is en dat de stroom pakjes de komende jaren alleen maar zal groeien. In de VS hebben UPS en FedEx een de facto duopolie. Het aandeel is echter niet goedkoop en het dividendrendement niet echt aantrekkelijk. Wij adviseren het aandeel te Houden.

Telecom

Telecom is van oudsher een defensieve sector die sterke kasstromen genereert en zodoende beleggers aantrekkelijke dividenden kan offeren. Telecom is ook een sector waar de investeringen noodzakelijkerwijs hoog zijn.

- Sector gaat gebukt onder hoge schulden en is daardoor kwetsbaar voor rentestijgingen.
- Schuldenlast Europese telecoms is oorzaak nieuwe ronde van consolidatie.
- In de Verenigde Staten zoeken telecoms naar nieuw businessmodel door het accent te verplaatsen naar het aanbieden van content via het eigen distributiesysteem.
- Telecoms beschikken over heel veel data. Big data en analytics vormen potentieel nieuwe bronnen van inkomsten.

Wij hebben de sector omwille van rendement en schulden sterk onderwogen.



De naam die wij hebben opgenomen in onze modelportefeuille is Deutsche Telekom.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Deutsche Telekom	4,02	Kopen	Duitse markt: prijsstabilisatie
KPN	2,41	Kopen	Geleidelijke verbetering schuldpositie, aantrekkelijk dividend
BT Group	2,22	Houden	Pensioengat van circa 9,5 mrd
Vodafone	1,76	Houden	Fusie verhaal aan de dure kant
Telefonica	1,68	Houden	Uitbodeming in Spanje en Latijns Amerika
Orange	0,69	Houden	Vechtmarkt en hoge schulden
AT&T	0,68	Houden	Zeer grote overname: Time Warner (85 mrd)
Telecom Italia	0,18	Verkopen	Schuldenlast, lage productiviteits en lage ROE.
Tele2	0,13	Verkopen	Problemen in thuismarkt en Baltische staten



6 juni 2017

Koers	\$ 38,55	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 42,95	11,4%
Uitstaande aandelen	6,151 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 237,121 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 12,976 Mrd.	
ISIN	US00206R1023	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,71	14,2	1,88	4,88%
2016	2,84	13,6	1,92	4,98%
2017^V	2,94	13,1	1,97	5,11%
2018^V	3,02	12,8	2,01	5,21%

Status	18-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

AT&T is de grootste telecom en internet provider ter wereld. Het high-speed Internet netwerk is toegankelijk voor 355 miljoen mensen in Noord Amerika. AT&T is de grootste aanbieder van pay-TV met 25 miljoen Amerikaanse video abonnementen. Er werken ruim 281.000 mensen.

Huidige ontwikkelingen

Het 4de kwartaal 2016 is voor AT&T redelijk verlopen. De omzet kwam uit op \$ 41,8 miljard tegen \$ 41,1 miljard in 2015. Het gecorrigeerde operationele resultaat bedroeg \$ 7,3 miljard tegen \$ 7,1 miljard een jaar eerder. Het netto resultaat kwam uit op \$ 2,4 miljard en de gecorrigeerde WpA bedroeg \$ 0,66 tegen \$ 0,63 een jaar eerder. De omzet over heel 2016 bedroeg \$ 163,8 miljard tegen \$ 146,8 over 2015. De sterke verbetering was te danken aan de inbreng van DirecTV en een beter presteren van IP services en video. Het gecorrigeerde operationele inkomen kwam uit op \$ 31,8 miljard tegen \$ 27,7 miljard in 2015. De WpA kwam uit \$ 2,84 tegen \$ 2,71 een jaar eerder. De vrije kasstroom steeg van \$ 15,9 miljard in 2015 naar \$ 16,9 in 2016. Voor 2017 verwacht AT&T een groei van de omzet met 3% - 5% en een groei van de WpA met 4% - 7%. De vrije kasstroom zal uitkomen in de buurt van \$ 18 miljard.

Motivatie

In een aantal opzichten zit AT&T in een overgangsfase. Het bedrijf wil sterk zijn in telecom, media en technologie. De beoogde overname van Time Warner is daar het bewijs van. Tegelijkertijd probeert AT&T zijn telefoons aan te bieden zonder subsidie. Dat kost omzet, maar margeverbetering compenseert het omzetverlies. Dit proces zal waarschijnlijk in 2017 nog voortduren. Een verder margeverbetering in wireless ligt voor de hand. AT&T is voorzichtig positief voor 2017. Zoals gezegd zal de WpA tussen 4% - 7% toenemen. Dat klinkt aantrekkelijk zeker in combinatie met een aantrekkelijk dividendrendement. Echter, de competitie in de sector is nog steeds bijzonder fel. Prijzen blijven onder druk. Bovendien verloopt de acquisitie van TimeWarner niet naar wens. Dat blijft om extra aandacht vragen. Het advies blijft Houden.

6 juni 2017

Koers	£ 3,07	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 4,23	37,7%
Uitstaande aandelen	8,370 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 25,718 Mrd.	
Nettowinst (2016)	2,588 Mrd.	
ISIN	GB0030913577	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	0,31	9,9	0,14	4,56%
2016	0,31	9,9	0,14	4,56%
2017^V	0,26	11,8	0,15	4,98%
2018^V	0,28	10,9	0,17	5,53%

Status	18-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

BT Group plc, het voormalige British Telecom, is sinds 1997 actief in Nederland. BT leverde eerst onder de naam BT Worldwide met name datanetwerken aan grote zakelijke klanten in Nederland. In 1997 vormde BT samen met de Nederlandse Spoorwegen de joint venture Telfort. Telfort leverde naast datanetwerken een volledige portfolio van telecommunicatiediensten, zoals spraak, data/IP-internet en e-business aan zakelijke klanten. In april 2000 nam BT Telfort volledig over. In oktober 2005 werd Telfort overgenomen door KPN.

Huidige ontwikkelingen

De cijfers over het 3de kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 zijn ernstig beïnvloed door fraude in Italië. De winst daalde met maar liefst 53% naar GBP 374 miljoen. De winstdaling is het gevolg van een voorziening voor Italië met een waarde van GBP 245 miljoen. De omzet steeg echter met 32% naar een waarde van GBP 6,13 miljard. De verbetering was het gevolg van de acquisitie van EE. Daarvoor gecorrigeerd daalde omzet met 1,5%. Ook de consumentendivisie kende een behoorlijk kwartaal.

Motivatie

Op 24 januari heeft BT Group de wereld verrast met een winstwaarschuwing. Die heeft een dubbele achtergrond. De eerste is dat er in Italië een omvangrijke fraude aan het licht is gekomen. BT heeft als gevolg van deze fraude voor een bedrag van GBP 530 miljoen. De tweede oorzaak is de Brexit. BT Group heeft contracten met de Britse overheid op meerdere niveaus. Door de Brexit zijn deze contracten onder druk gekomen. Ook de grote corporate cliënten zijn veel terughoudender geworden in afwachting van de Brexit. Daardoor heeft BT Group zijn verwachtingen voor het gebroken boekjaar 2016/2017 neerwaarts bijgesteld. De omzet zal niet toenemen en de vrije kasstromen zullen niet GBP 3,6 miljard bedragen maar hooguit GBP 3,2 miljard. Door de winstwaarschuwing en de fraude is de koers van BT gedaald naar het laagste niveau in jaren. Dat wil niet zeggen dat het een slecht bedrijf is. De RoE bedraagt 28% voor 2017E en het dividendrendement is zondermeer aantrekkelijk. We verhogen daarom het advies van Houden naar een speculatieve Koop!

6 juni 2017

Koers	€ 17,79	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 19,80	11,3%
Uitstaande aandelen	4,607 Mrd.	
Marktkapitalisatie	81,952 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 2,675 Mrd.	
ISIN	DE0005557508	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,71	25,1	0,55	3,09%
2016	0,58	30,6	0,60	3,36%
2017^V	0,85	20,9	0,65	3,65%
2018^V	1,02	17,4	0,71	3,99%

Status	18-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Deutsche Telekom is een grote aanbieder van telefoon- en internetdiensten. Ongeveer een derde van de omzet wordt in Duitsland behaald en hetzelfde omzetaandeel wordt in de Verenigde Staten gerealiseerd. In de rest van Europa wordt een vijfde van de omzet binnengehaald en de resterende 10% komt van grote internationale klanten die niet aan een bepaalde regio zijn toe te wijzen. De research & development inspanning is ca. € 200 miljoen per jaar, echter de kosten van bijna 3.000 werknemers die nieuwe producten ontwikkelen zijn hierin niet meegenomen.

Huidige ontwikkelingen

Deutsche Telekom heeft een moeilijk 4de kwartaal 2016 achter de rug. Er viel een verlies te noteren van € 2,1 miljard. Dat zware verlies was het gevolg van een grote afschrijving van € 2,2 miljard op het belang in BT Group. Ook de winst over heel 2016 werd geraakt door deze afschrijving en daalde met 18% naar € 2,7 miljard. Voor het overige noteerde Deutsche een serie gezonde cijfers over 2016. De omzet steeg met 5,6% naar € 73 miljard en EBITDA ging met 22% omhoog naar € 22,5 miljard. De cashflow verbeterde met 8,6% naar € 5 miljard. De goede cijfers waren eerst en vooral te danken aan T-Mobile USA, waar omzet en EBITDA met dubbele cijfers groeiden. Deutsche verwacht in 2017 ook winstgevend te zijn in zijn thuismarkt.

Motivatie

In Duitsland heerst voorzichtig optimisme over de mobiele markt. Belangrijk is dat prijzen lijken te stabiliseren. Naar verwachting is Deutsche Telekom in 2017 in staat om zowel omzet als operationeel resultaat te laten groeien. Deutsche gaat prudent met zijn middelen om en dat zal zich naar verwachting de komende jaren vertalen in een geleidelijke verbetering van het rendement op het geïnvesteerde vermogen en de vrije kasstroom. Het dividendrendement zal naar verwachting eveneens verder stijgen naar 4%. Het probleem is echter de schuldenlast van € 48 miljard en de noodzaak om fors te blijven investeren in state-of-the-art technologie. Dat voorspelt weinig goeds in een omgeving waar de rente de neiging heeft te gaan stijgen. Echter de verkoop van T-Mobile kan Deutsche Telekom een steuntje in de rug geven. We handhaven daarom het Koopadvies en het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 3,01	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 3,44	14,3%
Uitstaande aandelen	4,270 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 12,853 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 793 Mln.	
ISIN	NL0000009082	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,14	21,5	0,08	2,66%
2016	0,19	16,2	0,09	2,99%
2017^V	0,11	27,4	0,13	4,32%
2018^V	0,13	23,2	0,15	4,98%

Status	18-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

KPN is leverancier van telecommunicatie- en ICT-diensten en biedt consumenten vaste en mobiele telefonie, internet en televisie. Door de recente verkoop van de Belgische dochter Base is KPN feitelijk alleen nog maar actief op de Nederlandse markt.

Huidige ontwikkelingen

KPN behaalde over het 4de kwartaal 2016 een geschoonde omzet van € 1,7 miljard, 2,3% lager dan in hetzelfde kwartaal in 2015. De Nederlandse telecomaandbieder kon de lagere omzet vanuit de zakelijke markt niet compenseren met goede resultaten uit de consumentenmarkt. De EBITDA van KPN steeg naar € 626 miljoen, 8,3% meer in vergelijking met 2015. Het positieve resultaat is het gevolg van lagere retentie- en acquisitiekosten en het succesvolle vereenvoudigingsprogramma van de provider. Het nettoresultaat over Q4 2016 is € 115 miljoen. Dat is ruim de helft (55%) lager dan in hetzelfde kwartaal van 2015. KPN behaalde in 2016 een omzet van € 6,78 miljard. Een daling van 3,4% in vergelijking met 2015. De EBITDA (geschoond) steeg naar € 2,43 miljard euro een j.o.j. stijging van 4,5%. Het netto resultaat over 2016 was met € 370 miljoen 29% lager dan in 2015. Voornaamste oorzaak van het lagere resultaat was een extra boekwinst van € 184 miljoen euro in verband met de verkoop van TEFD.

Motivatie

Dankzij de combinatie van een sterke positie in de markt voor 4G en een hoog percentage van gebundelde klanten kan KPN niet alleen de intensieve concurrentie aan, maar ook nog eens zijn bedrijfsvoering verbeteren. Dat zal naar verwachting onder meer tot uitdrukking komen in het verbeteren van vrije kasstromen in de komende jaren en hogere marges. Een geleidelijke verbetering van de schuldpositie zal de winstgevendheid en het rendement op het geïnvesteerde vermogen de komende jaren ten goede komen. Het aandeel is fors gewaardeerd, maar biedt wel de zekerheid van een aantrekkelijk dividendrendement. Alleen al om die reden is het aandeel een Koopadvies waardig!



6 juni 2017

Koers	€ 15,64	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 14,40	-7,9%
Uitstaande aandelen	2,649 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 41,415 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 2,935 Mrd.	
ISIN	FR0000133308	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,88	17,8	0,60	3,84%
2016	1,11	14,1	0,61	3,91%
2017^V	1,06	14,8	0,65	4,14%
2018^V	1,14	13,7	0,69	4,43%

Status	18-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

France Telecom biedt de voor de sector kenmerkende producten en diensten aan, zoals wireless, fixed en data transmissie. In de jaren na 2000 dreigde France Telecom te bezwijken onder een immense schuldenlast. Die schuldenlast was het gevolg van de snelle expansie van het bedrijf door overnames. In 2006 werd een herstel/reddingsplan opgesteld. Onderdeel daarvan was om France Telecom een nieuwe start te laten maken onder een nieuwe naam: Orange.

Huidige ontwikkelingen

Orange heeft het jaar 2016 goed afgesloten. De omzet steeg met 0,6% licht naar € 40,92 miljard. Dat is een fractie boven de consensus van € 40,82. Over het 4de kwartaal steeg de omzet met 1% naar € 10,5 miljard. EBITDA steeg in 2016 met 1,3% naar € 12,68, opnieuw iets boven de consensus van € 12,59 miljard. Het herstel van de groei was te danken aan betere marktomstandigheden in Europa, in het bijzonder in Spanje. Orange gelooft dat EBITDA in 2017 hoger zal uitkomen dan in 2016. Dat zal dan te danken zijn aan het high speed fixed internet en mobiel breedband.

Motivatie

In zijn benadering van de markt kiest Orange voor kwaliteit in dienstverlening en aanbod van producten. Het lijkt erop dat deze strategie goed uitpakt. Technologisch gesproken is Orange koploper in Frankrijk en dat vertaalt zich in een goede toestroom van nieuwe klanten. Tegelijkertijd werkt Orange hard om zijn schuldenlast met succes onder controle te houden. De waardering is aantrekkelijk, evenals het dividendrendement van meer dan 4%. De ROE stabiliseert op een niveau tussen 8% - 9%. Kortom, een turnaround lijkt in zicht. De Telecommarkt is zeker in Frankrijk een vechtmart die voorlopig hoge investeringen blijft eisen. Er zal nog een uitschudding plaatsvinden. Daarom handhaven we voorlopig het Houdendadvies.

6 juni 2017

Koers	kr 89,70	(31/5/2017)
Koersdoel	kr 80,20	-10,6%
Uitstaande aandelen	447 Mln.	
Marktkapitalisatie	kr 40,139 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-kr 1,962 Mrd.	
ISIN	SE0000314312	

	WpA in SEK	K/W	DpA in SEK	DpA in %
2015	3,67	24,4	5,35	5,96%
2016	-4,38	-20,5	5,26	5,86%
2017^V	3,15	28,5	4,12	4,59%
2018^V	4,25	21,1	4,24	4,73%

Status	18-4-2017
Advies	Verkopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Tele2 is een van oorsprong Zweedse telecomaandbieder en levert zowel vaste als mobiele telefoniediensten, datanetwerken en internetdiensten. Het bedrijf is bekend geworden als gevolg van het in het verleden aanbieden van goedkoop bellen voor consumenten via netwerken van andere telecom aanbieders. Tele2 AB werd in 1993 in Zweden opgericht en is aanwezig in 10 landen waar het aan meer dan 30 miljoen klanten diensten levert.

Huidige ontwikkelingen

Tele2 heeft wisselende resultaten afgeleverd over het 4de kwartaal van 2016. EBITDA groeide met 9% naar SEK 1.459 miljard, maar onderaan de streep resteerde een verlies van SEK 177 miljoen. In 4Q 2015 was er nog een winst van SEK 45 miljoen. De omzet steeg met maar liefst 18% naar SEK 8,217 miljard als gevolg van acquisities. Over heel 2016 kwam het verlies uit op SEK 1,962 miljard, terwijl de omzet met 5% steeg naar SEK 28,292 miljard. EBITDA daalde echter met 7% naar SEK 5,334 miljoen. Het bedrijf wijt het verlies in het 4de kwartaal vooral aan herstructurerings- en integratiekosten. Voor 2017 verwacht Tele2 dat de omzet uitkomt tussen SEK 31 - SEK 32 miljard. EBITDA zal uitkomen tussen SEK 5,9 - SEK 6,2 miljard. De capex bedraagt SEK 3,8 - SEK 4,1 miljard. Het bedrijf streeft naar een net debt/EBITDA ratio van 2,0 - 2,5.

Motivatie

De resultaten van Tele2 schommelen sterk en worden met name beïnvloed door de hoge marketingkosten om klanten te werven. Weliswaar lijkt in Kazachstan een keer ten goede zichtbaar te worden, maar zorgelijk is wel dat Tele2 de komende jaren de dividenduitkering verder gaat verhogen naar een niveau van 8%. Daarvoor moet het bedrijf zich wel in de schulden steken. De vrije kasstromen zijn de komende jaren negatief. Bij Tele2 verwachten ze dat dit een tijdelijk probleem is totdat Zweden en de Baltische staten weer beter gaan presteren. Voor Tele2 is 2016 daarom een tussenjaar. In de komende jaren moet de winstgevendheid zich weer herstellen. Dat is in onze ogen een riskante strategie, omdat de concurrentie in het segment van Tele2 alleen maar toeneemt. Wij adviseren het aandeel te Verkopen.

6 juni 2017

Koers	€ 0,82	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 0,52	-36,9%
Uitstaande aandelen	19,514 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 16,080 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,808 Mrd.	
ISIN	IT0003497168	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,03	27,5	0,00	0,00%
2016	0,09	8,9	0,00	0,19%
2017^V	0,06	13,7	0,00	0,36%
2018^V	0,08	10,3	0,01	0,73%

Status	18-4-2017
Advies	Verkopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Telecom Italia (TI) is een Italiaanse telecom aanbieder voor vaste en mobiele telefonie, internet en DSL data services. In Italië is TI de grootste aanbieder met 30 miljoen klanten, gevolgd door Vodafone met 25 miljoen. De belangrijkste markten zijn Italië en Brazilië.

Huidige ontwikkelingen

Telecom Italia heeft 2016 op een fraaie manier beëindigd. Het bedrijf sloot het jaar af met een winst van € 1,8 miljard. Het operationele resultaat steeg zelfs met 25% naar € 3,75 miljard. EBITDA groeide met 14% naar € 8 miljard. Telecom Italia schrijft de mooie uitkomsten toe aan het minder voorkomen van eenmalige lasten. Minderheidsaandeelhouder Vivendi doet pogingen om de huidige leiding van Telecom Italia te vervangen door eigen mensen.

Motivatie

Telecom Italia heeft met succes forse maatregelen doorgevoerd om het tij te keren. Tegelijkertijd wil het bedrijf blijven investeren in ultra breedbandnetwerken. Het is echter de vraag of Telecom Italia deze doelstellingen kan waarmaken. De forse ingrepen hebben hun heilzame werking bewezen, maar in hoeverre gaan ze ten koste van toekomstige groei? Bovendien heeft TI een productiviteitsprobleem. De productiviteit per hoofd ligt veel lager dan bij de concurrentie. Massaontslagen zijn binnen de Italiaanse arbeidsverhoudingen vooralsnog ondenkbaar. De waardering is tamelijk hoog en wordt ons inziens ingegeven door overnamespeculatie. Los daarvan, de schuldenlast is hoog, veel hoger dan voor de sector gebruikelijk is. De Return on Equity is weer veel lager dan voor de rest van de sector. Wij vinden de risico's hoog. Ons advies is Verkopen.

6 juni 2017

Koers	€ 9,96	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 10,50	5,4%
Uitstaande aandelen	4,864 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 48,444 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 2,369 Mrd.	
ISIN	ES0178430E18	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,07	142,3	0,72	7,23%
2016	0,49	20,4	0,20	2,01%
2017^V	0,74	13,5	0,42	4,22%
2018^V	0,84	11,9	0,44	4,42%

Status	19-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Tegenwoordig is Telefónica de grootste telefoonaanbieder van Spanje en de zesde grootste ter wereld. Telefónica is sterk vertegenwoordigd in Latijns-Amerika. De Duitse tak Telefonica Deutschland heeft in 2013 de Duitse mobiele operator E-Plus gekocht van KPN.

Huidige ontwikkelingen

In het 4de kwartaal van 2016 is Telefonica weer winstgevend geworden. De omzet had echter veel last van het zwakke pond en de hyperinflatie in Venezuela. In 2017 kan dit nadeel wel eens een voordeel worden, zo verwacht Telefonica. De nettowinst bedroeg € 145 miljoen tegen een verlies van € 2,24 miljard in 2015. De omzet daalde met 1% naar € 13,7 miljard, maar dat was nog altijd boven de verwachtingen van analisten. De WpA kwam uit op € 0,01 tegen een WpA van € 0,45 in 2015. De winstgevendheid werd nadelig beïnvloed door herstructureringskosten ter waarde van € 1,29 miljard. Voor 2017 verwacht Telefonica een gelijkblijvende omzet, maar een verbetering van de marges en daarmee van de winstgevendheid.

Motivatie

Aan het einde van 2016 kampte Telefonica met een schuld van € 48,6 miljard. Een jaar eerder bedroeg de schuld nog € 49,1 miljard. Dat was een teleurstellende daling. De hoge schuldenlast blijft daarmee een blok aan het been van het bedrijf. Die schuld kan wat extra omlaag door de verkoop van het onderdeel Telxius voor € 1,25 miljard aan KKR. Maar ook die daling is onvoldoende om analisten en beleggers echt gerust te stellen. De voorgenomen verkoop of beursgang van O2, wat onderdeel is van telefonica, laat om uiteenlopende redenen voorlopig nog op zich wachten. Zo is er in de loop van 2017 een veiling van frequenties. O2 moet er daar een van bemachtigen wil het een goede waardering krijgen. Overigens had O2 goede cijfers over 2017. Telefonica verwacht dat de kasstromen in 2017 verder zullen aanzwellen waardoor in ieder geval de dividenden niet in gevaar zullen komen. De schuldenlast beperkt echter de armslag van Telefonica, waardoor er van een echte turnaround nog geen sprake is. We handhaven voorlopig het Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	£ 2,30	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 2,20	-4,3%
Uitstaande aandelen	26,547 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 61,046 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-£ 4,024 Mrd.	
ISIN	GB00BH4HKS39	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	0,08	28,7	0,13	5,65%
2016	-0,15	-15,2	0,14	6,09%
2017^V	0,06	38,3	0,15	6,52%
2018^V	0,08	28,7	0,15	6,52%

Status	19-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Vodafone is wereldwijd een van de grootste aanbieders van mobiele telefonie. Vodafone heeft mobiele netwerken in 42 landen. Vodafone genereert tachtig 80% van zijn inkomsten in Europa.

Huidige ontwikkelingen

Vodafone zit al een tijdje in een neerwaartse spiraal en daar is in het 3de kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 geen einde aan gekomen. De totale omzet daalde in dat kwartaal met 3,9% van € 14,247 miljard naar € 13,687 miljard. Organische Service revenue steeg met 1,7% iets meer dan verwacht. De gecorrigeerde vrije kasstroom zal over het hele fiscale jaar uitkomen op € 4 miljard. Voor het overige heeft Vodafone de verwachtingen voor heel 2016/17 getemperd. EBITDA zal aan de onderkant van de verwachtingen uitkomen. De bandbreedte voor de groei van EBITDA bedraagt 3% - 6%.

Motivatie

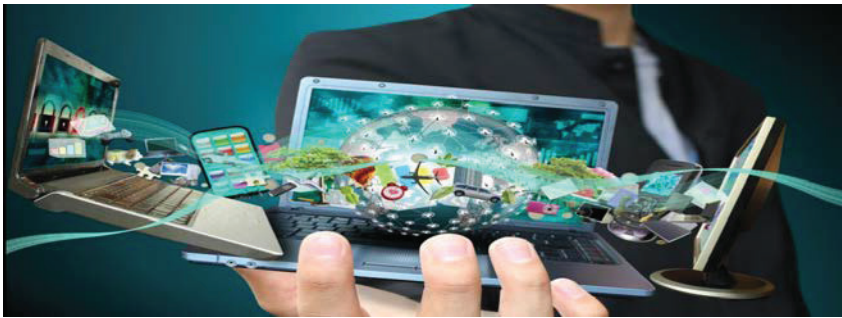
De neerwaartse bijstelling van de guidance voor 2016/17 heeft twee oorzaken. De problemen in India nemen eerder toe dan af. Daar daalde de omzet in het afgelopen 3de kwartaal opnieuw met 2%. Een nieuwe concurrent Reliance Jio snoept in sneltreinvaart klanten af. Vodafone hoopt uit India te kunnen vertrekken door de Indiase dochter te laten fuseren met Idea. Ook op thuismarkt loopt het allerminst naar wens. De prijsdruk is er nog steeds enorm. Een fusie met Virgin Media, dochter van Liberty Global, zou uitkomst kunnen brengen. Vodafone kampt met twee bleeders die zich niet zomaar laten wegpoetsen. Dat blijkt ook uit het wel zeer hoge dividendrendement dat in het lopende jaar tot boven 7% kan uitstijgen. Dat in combinatie met de hoge waardering doet ons besluiten om het Houdendadvies te handhaven.

Technologie

De sector Informatie Technologie vormt sinds tijden het hart van de digitalisering van de economie. Software gaat steeds meer optreden als disruptor van andere sectoren, zoals Healthcare, Media, maar ook delen van de industrie.

- Het belang van the Cloud zal voor bedrijven komende Jaren alleen maar toenemen. Het accent gaat verschuiven van building IT naar consuming IT. Grote bedrijven hebben inzake Cloud Services een duidelijke voorkeur voor grote aanbieders als Amazon, Google en Microsoft.
- Dankzij de groeiende connectiviteit in de wereld, zoals The Internet of Things, zal de vraag naar cybersecurity toenemen.
- Het tijdperk van Big Data luidt biedt de sector technologie onvermoede kansen.

Gezien het feit dat technologische verandering een Megatrend is hebben wij deze, sterk op kennis gedreven sector overwogen.



De volgende namen hebben wij opgenomen in de Modelportefeuille: Apple, IBM, ASML, Cisco, Intel.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Apple	5,33	Kopen	Kwaliteitsnaam, laag gewaardeerd
IBM	4,99	Kopen	BIG Blue groeit weer na 16 kwartalen krimp
Cisco	4,79	Kopen	Marktleider netwerkkapartuur
Intel	4,75	Kopen	Markteider in chipsector, zeker niet duur
ASML	4,44	Kopen	Topper van eigen bodem, bijna monopolie
Qualcomm	4,17	Kopen	Sterke positie in de markt voor automotives
Microsoft	3,87	Kopen	Zeer sterke positie in the Cloud
SAP	3,48	Kopen	Sterke speler in bedrijfssoftware markt
ASMI	2,99	Kopen	Sterke maar relatief kleine speler
Nokia	2,47	Kopen	The comeback kid
TSMC	2,40	Houden	Erg afhankelijk van de Chinese markt
Oracle	2,04	Houden	Positie in the Cloud niet overtuigend



6 juni 2017

Koers	\$ 153,67	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 185,00	20,4%
Uitstaande aandelen	5,703 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 876,337 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 45,687 Mrd.	
ISIN	US0378331005	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	9,36	16,4	1,98	1,29%
2016	8,01	19,2	2,18	1,42%
2017^V	8,94	17,2	2,33	1,52%
2018^V	10,15	15,1	2,58	1,68%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Op basis van marktkapitalisatie is Apple al jarenlang het grootste bedrijf ter wereld. Het levert zowel fysieke producten als diensten. Het belangrijkste product van Apple is de iPhone met daarnaast ook o.a. computers, het iOS besturingssysteem en diensten zoals applicaties en muziek. De onderneming blijft nieuwe technologie ontwikkelen voor nieuwe toepassingen door flink in R&D te investeren. Totale research & development uitgaven waren respectievelijk \$ 8,1 miljard (3,5% van de omzet), \$ 6,0 mrd en \$ 4,5 mrd in 2015, 2014 en 2013. Veelbelovend zijn de ontwikkelingen bij virtual reality, Apple Pay en Apple TV.

Huidige ontwikkelingen

De verwachtingen voor de resultaten van Apple na drie teleurstellende kwartalen op rij waren niet hooggespannen. Juist daarom waren de sterke cijfers over het 4de kwartaal zo verrassend. De omzet steeg met 3% naar \$ 78,4 miljard waar de markt rekende op \$ 77,4 miljard. De nettowinst daalde met 2,6% naar \$ 17,9 miljard ofwel een WpA van \$ 3,38. Dat was veel beter dan de verwachte WpA van \$ 3,22. De 'betere' cijfers waren het gevolg van sterke verkopen van de iPhone 7. Die stegen met 5% en zijn nu goed voor tweederde van de totale omzet. Apple Services presteerde boven verwachting met een groei van de omzet met 18% naar \$ 7,2 miljard. Een en ander wil weer niet zeggen dat alle problemen overwonnen zijn. De belangrijke Chinese markt blijft zwak.

Motivatie

Er bestaat nu twijfel bij beleggers rondom het verdienmodel van Apple. De afhankelijkheid van de iPhone en van de Aziatische markt is groot. De gedachte is echter, dat Apple met de introductie van de iPhone 8 weer in een opwaartse cyclus terecht komt. Daarnaast ontwikkelt Apple Services zich onverwacht sterk. Voor 2020 wordt gerekend op een omzet van \$ 50 miljard tegen \$ 25 miljard in fiscaal 2016. Het vermogen van Apple om vrije kasstromen en winsten te genereren blijft naar verwachting enorm. De markt schat de vrije kasstromen op ruim \$ 54 miljard voor 2017E. Apple biedt een dividendrendement van ongeveer 2% met daarnaast een programma voor terugkoop van eigen aandelen met een waarde van meer dan \$ 100 miljard. De waardering is aantrekkelijk. Wij adviseren het aandeel te Kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 55,45	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 65,00	17,2%
Uitstaande aandelen	63 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 3,498 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 135 Mln.	
ISIN	NL0000334118	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,49	22,3	0,70	1,26%
2016	2,14	25,9	0,73	1,31%
2017^V	2,80	19,8	0,80	1,44%
2018^V	3,22	17,2	0,97	1,75%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

ASM International (ASMI) is gespecialiseerd in productiemachines voor de halfgeleiderindustrie en heeft ontwikkelings- en productiefaciliteiten in ondermeer Europa, de Verenigde Staten, Singapore en Japan voor het bewerken van wafers ('front-end') en in Hongkong, Singapore, Maleisië en China voor de assemblage, verpakking van IC's en geïntegreerde schakeling ('back-end'). Wereldwijd telt ASMI ruim 17.000 werknemers. De onderneming kenmerkt zich door een hoge innovatie. In 2014 en 2015 is aan onderzoek en ontwikkeling respectievelijk € 64,7 miljoen en € 93,0 miljoen (13,9% van de omzet) geïnvesteerd.

Huidige ontwikkelingen

ASM International (ASMI) heeft zijn omzet en winst in het vierde kwartaal van 2016 flink zien toenemen ten opzichte van een jaar eerder. De omzet steeg van € 144,7 miljoen naar € 172,6 miljoen. Onder de streep hield het bedrijf daar € 61,5 miljoen van over, tegen € 10,8 miljoen euro een jaar eerder. De instroom van nieuwe orders liep in het kwartaal op tot € 176,9 miljoen euro. Dat is 44% boven het niveau van het voorgaande kwartaal. Voor het 1ste kwartaal van 2017 voorziet ASMI een omzet van € 135 miljoen tot € 140 miljoen. In het 2de kwartaal zal de omzet naar verwachting uitkomen op € 160 miljoen tot € 200 miljoen. De orderinstroom zal in het lopende kwartaal tussen de € 170 miljoen en € 190 miljoen bedragen.

Motivatie

ASMI is marktleider op het gebied van Atomic Layer Deposition (ALD). Volgens onderzoeksbureaus als Gartner en VLSI is het segment ALD één van de snelst groeiende in de wafer equipment market. Deze markt wordt verwacht te gaan verdubbelen de komende 3 à 4 jaar. ASMI verwacht het marktaandeel nog uit te kunnen breiden. De kasstromen zullen naar verwachting verder toenemen de komende jaren. De balans is eveneens sterk met een kaspositie van € 378 miljoen in 2016. Het dividendrendement van ongeveer 2% is niet heel aantrekkelijk, maar ASMI koopt wel aandelen in. De waardering is niet hoog voor een onderneming met goede vooruitzichten. Wij adviseren het aandeel te Kopen. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 118,95	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 145,00	21,9%
Uitstaande aandelen	433 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 51,545 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,472 Mrd.	
ISIN	NL0010273215	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,20	37,2	1,05	0,88%
2016	3,40	35,0	1,15	0,97%
2017^V	4,10	29,0	1,20	1,01%
2018^V	5,09	23,4	1,43	1,20%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

ASML is een Nederlands hightechbedrijf en een van de belangrijkste leveranciers van machines voor de halgeleiderindustrie, in het bijzonder steppers en scanners, die worden gebruikt bij het maken van chips. Klanten zijn veelal chipproducenten. De voornaamste concurrenten zijn Canon en Nikon. De research & development inspanningen zijn de laatste jaren toegenomen tot boven € 1 miljard (15,9% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

ASML heeft 2016 goed afgesloten. De omzet steeg over het 4de kwartaal met 33% naar € 1,91 miljard en de winst kwam uit op € 524 miljoen waar de markt rekende op € 419,3 miljoen. Over heel 2016 boekte ASML een recordomzet van € 6,8 miljard. De nettowinst bedroeg € 1,5 miljard. Ook dat is het hoogste niveau ooit. De verwachtingen voor het 1ste kwartaal liggen hoger dan die van de analisten. De omzet zal uitkomen in de buurt van € 1,8 miljard waar analisten uitgaan van € 1,76 miljard.

Motivatie

De grote vraag de afgelopen jaren was of de markt de nieuwe EUV technologie zou accepteren. Die twijfel lijkt nu definitief geweken. In totaal heeft ASML nu 18 orders binnen voor machines uitgerust met deze technologie. Die 18 vertegenwoordigen een waarde van € 2 miljard. ASML moet komend jaar zijn productiecapaciteit opvoeren van 12 naar 24 om tijdig de orders voor 2017 te kunnen afleveren. De verwachting leeft bovendien dat voor 2018 ASML orders gaat ontvangen voor tenminste 21 machines met een totale waarde die kan oplopen tot € 3 miljard. De doorbraak lijkt zodoende een feit en daarmee komt de doelstelling van ASML om in 2020 een omzet te genereren van € 10 miljard en een WpA van € 9. In dat licht bezien is de huidige waardering beslist niet aan de hoge kant. Het Koopadvies blijft gehandhaafd en het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 31,68	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 40,00	26,3%
Uitstaande aandelen	5,086 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 161,121 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 10,739 Mrd.	
ISIN	US17275R1023	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,76	18,0	0,80	2,53%
2016	2,11	15,0	0,91	2,87%
2017^V	2,38	13,3	1,04	3,28%
2018^V	2,49	12,7	1,17	3,69%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Cisco Systems is een bedrijf opgericht in 1984 dat oorspronkelijk gespecialiseerd was in routers. Tegenwoordig produceert en verkoopt Cisco een grote variëteit aan netwerkapparatuur voor grote bedrijven en telecombedrijven. Er worden grote research & development inspanningen gedaan, respectievelijk \$ 6,2 miljard (12,6% van de omzet), \$ 6,3 mrd, en \$ 5,9 mrd in 2015, 2014, en 2013.

Huidige ontwikkelingen

De verwachtingen voor het 2de kwartaal van het fiscale jaar 2016/17 waren na vijf zwakke kwartalen niet bijzonder hoog. Toch was het bedrijf in staat om de verwachtingen van analisten op het nippertje te verslaan. De omzet daalde met 2% naar \$ 11,6 miljard, waar analisten op \$ 11,55 miljard rekenden. De winst kwam uit op \$ 2,9 miljard ofwel een WpA van \$ 0,57 tegen \$ 0,56 volgens consensus. De daling van de omzet is toe te schrijven aan de afnemende verkopen van zijn Routing & Switching producten. Van beide producten daalde de omzet met respectievelijk 10% en 5%. Cisco is druk met het geleidelijk verminderen van het belang van zijn traditionele producten. Het accent verschuift geleidelijk naar Security (+14%) en Services (+5%). Cisco is druk met acquisities om in deze segmenten zijn positie verder uit te bouwen.

Motivatie

Cisco is niet alleen druk om meer en meer een softwareproducent te worden, maar wil gaan werken op basis van abonnementen. Een maatstaf of deze aanpak werkt is de ontwikkeling van de 'deferred revenue'. Vergeleken met dezelfde periode groeide die post met 13%. Deferred revenue gerelateerd aan software-abonnementen steeg met 51% naar een waarde van \$ 850 miljoen. Het heeft er zodoende de schijn van dat de strategie van software en abonnementen goed uitpakt. Daarnaast verbeteren de operationele kasstromen. Cisco blijft een turnaround verhaal. Daarom handhaven we het Koopadvies. Ondanks aanhoudende zwakte in Switching achten wij het aandeel geschikt voor de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 151,73	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 215,00	41,7%
Uitstaande aandelen	980 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 148,624 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 11,872 Mrd.	
ISIN	US4592001014	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	13,47	11,3	5,00	3,30%
2016	10,53	14,4	5,13	3,38%
2017^V	13,80	11,0	5,29	3,49%
2018^V	14,14	10,7	5,96	3,93%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

IBM is een van de grootste IT-bedrijven met wereldwijd meer dan 400.000 werknemers actief in meer dan 160 landen. Al 22 jaar op rij registreert IBM het wereldwijde recordaantal patenten door grote investeringen in (fundamentele) research & development. De jaarlijkse uitgaven komen uit op \$ 5,25 miljard (6,4% van de omzet) in 2015. Tot de kernactiviteiten van IBM behoren het ontwerpen en verkopen van computerhardware, -software, -technologie en dienstverlening in de IT-sector.

Huidige ontwikkelingen

Is voor IBM de omslag nabij? Voor het eerst sinds onheugelijke tijden noteerde IBM resultaten die hoger uitvielen dan de marktverwachting. De omzet daalde 1% en kwam uit op \$ 21,8 miljard tegen een consensus van \$ 21,06 miljard. De WpA bedroeg \$ 5,01 waar op \$ 4,88 was gerekend. De belangrijke divisie voor de toekomst, Strategic Imperatives, groeide 11% en kwam uit op \$ 9,5 miljard. Cloud computing, dat onderdeel is van Strategic Imperatives, groeide met 33%. Strategic Imperatives is nu goed voor 41% van de totale omzet. IBM verwacht voor 2017 een WpA van \$ 13,80. Dat is hoger dan de voorziene \$ 13,74.

Motivatie

Is het glas halfvol of halfleeg? IBM is aantrekkelijk gewaardeerd, evenals het dividendrendement. Bovendien lijkt IBM eindelijk meer tastbare resultaten te boeken bij zijn transformatie. De nieuwe producten ondergebracht in de divisie Strategic Imperatives lieten een groei zien van 11% naar een bedrag van \$ 9,5 miljard. Dat is iets meer dan 40% van de totale omzet. Over heel 2016 bedroeg de omzet \$ 32,8 miljard. Daar staat tegenover, dat de marges ook in 2017 onder druk blijven. IBM blijft hoge bedragen uitgeven aan R&D en acquisities. Ook blijven er twijfels over de kwaliteit van de winstgroei. Eenmalige meevallers zouden vooral de huidige winstgroei bepalen. We geven het aandeel het voordeel van de twijfel en geven een Koopadvies af. Er lijkt sprake van een turnaround. Het aandeel is ook geschikt voor de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 36,18	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 45,00	24,4%
Uitstaande aandelen	4,754 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 172,000 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 10,316 Mrd.	
ISIN	US4581401001	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,33	15,5	0,96	2,65%
2016	2,50	14,5	1,04	2,87%
2017^V	2,78	13,0	1,07	2,96%
2018^V	2,93	12,3	1,10	3,04%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Intel is een producent van halfgeleiders. Het is wereldwijd de grootste producent van microprocessoren. Daarnaast maakt het ook moederborden, grafische kaarten en geheugenkaarten. De jaarlijkse uitgaven aan research & development zijn een indrukwekkend bedrag van \$ 12,14 miljard (21,9% van de omzet) in

Huidige ontwikkelingen

De resultaten van Intel over het hele jaar 2016 laten een dubbel gezicht zien. Enerzijds groeide de omzet met 7% naar \$ 59,4 miljard, maar de nettowinst daalde met 10% naar \$ 10,3 miljard. De WpA daalde naar \$ 2,12. In het 4de kwartaal kwam de omzet uit op \$ 16,4 miljard en daalde de nettowinst met 1,4% naar \$ 3,6 miljard en de WpA kwam uit op \$ 0,73. Analisten waren uitgegaan van een omzet van \$ 15,75 miljard en een WpA van \$ 0,74. De tegenvallende winstontwikkeling is vooral te wijten aan de sterke groei van de Capex. Die ging in 2016 met 31% omhoog naar \$ 9,6 miljard. In 2017 zal de Capex opnieuw sterk stijgen naar \$ 12 miljard. Voor heel 2017 verwacht Intel een nagenoeg gelijkblijvende omzet en een gecorrigeerde WpA van \$ 2,80. Analisten gaan uit van \$ 2,81 en een omzet van \$ 60,91 miljard.

Motivatie

Intel wil zichzelf omvormen van een chip georiënteerd bedrijf naar een data centric bedrijf. Dat proces kwam eerst goed in 2016 op gang en zal waarschijnlijk heel 2017 voortduren. Dat voorspelt niet veel goeds voor de winstontwikkeling in de nabije toekomst. Het probleem is dat toekomstige winstmakers als the Internet of Things nog slechts 11,6% aan de omzet bijdragen, waarbij marges onder druk dreigen te komen. Al deze nieuwe activiteiten vragen wel heel hoge investeringen. Intel verwacht dat de komende drie jaren de omzet slechts met 3% - 5% gaat groeien, dat de brutomarge de neiging zal hebben om te dalen, maar dat de WpA sneller zal groeien dan het operationele inkomen. Dat betekent zeker minder nieuws voor 2017, maar vanaf 2018 moeten de investeringen geleidelijk vrucht gaan dragen al was het maar omdat de markten voor Intel steeds groter worden. Daarom handhaven we het Koopadvies en het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 70,41	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 80,00	13,6%
Uitstaande aandelen	7,775 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 547,462 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 16,798 Mrd.	
ISIN	US5949181045	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,16	32,6	1,24	1,76%
2016	2,16	32,6	1,41	2,00%
2017^V	2,99	23,5	1,44	2,05%
2018^V	3,26	21,6	1,55	2,20%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Microsoft is het grootste Amerikaanse softwarebedrijf ter wereld en vooral bekend van de besturingssystemen MS-DOS, Windows en kantoorsoftware zoals Microsoft Office. Niet alleen computers hebben de aandacht van Microsoft. Ook game consoles zoals de Xbox, mobiele telefoons of home entertainment hebben de volle aandacht, maar zeker ook de Cloud. De research & development inspanningen zijn fors met jaarlijks uitgaven van bijna \$ 12 miljard (12,9% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

De uitkomsten over het 2de kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 toonden opnieuw een opgaande lijn. De winst ging omhoog van \$ 5,02 miljard naar \$ 5,2 miljard. De gecorrigeerde WpA bedroeg \$ 0,84 waar de markt rekende op \$ 0,79. De omzet steeg naar \$ 26,1 miljard tegenover een consensus van \$ 25,2 miljard. De beter cijfers zijn vooral te danken aan het wegdraaien van Windows voor de PC en laptop naar de wereld van Cloud computing.

Motivatie

De verwachting is, dat Microsoft na jaren van trage groei weer gaat versnellen. Die versnelling komt volledig op het conto van the Cloud Business. De verwachting is dat de groei van the Cloud Business tot 2020 met gemiddeld meer dan 30% per jaar kan gaan toenemen. Daardoor zal in 2020 the Cloud 30% van de omzet van Microsoft uitmaken. De voornaamste pijlers van die groei zijn het platform Azure, Office 365 en LinkedIn. Gunstig is ook, dat de wereldwijde bestedingen aan ICT na enkele jaren van stagnatie weer gaan toenemen. Voor dit jaar zit er een groei in van 2,7% naar een waarde van \$ 3,46 miljard. Microsoft zal profijt trekken van die groei, omdat het bedrijf onder de huidige CEO weer volledig inzet op het bedienen van bedrijven. Die strategische wending heeft goed uitpakkt. Microsoft heeft een behoorlijke waardering, maar als the Cloud de komende jaren zijn belofte waarmaakt, dan zullen de huidige consensusschattingen vanzelf omhoog gaan. Het aandeel verdient een koopadvies. Wij overwegen het in de modelportefeuille op te nemen.

6 juni 2017

Koers	€ 5,69	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 6,80	19,6%
Uitstaande aandelen	3,698 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 21,022 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-€ 927 Mln.	
ISIN	FI0009000681	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,67	8,5	0,15	2,64%
2016	-0,25	-22,7	0,20	3,54%
2017^V	0,25	22,7	0,20	3,47%
2018^V	0,32	17,8	0,20	3,52%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het is nog niet eens zo lang geleden dat het Finse Nokia bijna 40% marktaandeel had op de markt voor mobiele telefoontjes. Het is echter nog maar enkele jaren geleden dat de Finnen in armoede dit deel van de onderneming voor een zak zilverlingen overdeden aan Microsoft. Die beschouwt het inmiddels als een reusachtige miskoop. Nokia gaf in 2016 € 2,1 miljard uit aan R&D. Dat is 16,8% van de omzet in dat jaar.

Huidige ontwikkelingen

De uitkomsten over het 4de kwartaal van 2016 waren gemengd. De omzet verdubbelde nagenoeg en kwam uit op \$ 7,16 miljard, maar de winst kelderde en kwam uit op \$ 683 miljoen ofwel een WpA van \$ 0,12. Gecorrigeerd bedroeg de WpA \$ 0,13, verwacht was \$ 0,08. Over heel 2016 was er een verlies van \$ 927 miljoen ofwel een verlies per aandeel van \$ 0,25 bij een omzet van \$ 26,14 miljard. Het management omschreef 2016 als een overgangsjaar. De uitkomsten laten zich door de overname van Alcatel Lucent maar moeilijk vergelijken.

Motivatie

De nabije toekomst ziet er niet zo goed uit voor Nokia noch voor de sector. Het bedrijf verwacht dat de netwerk business in 2017 verder onder druk komt. Door de teruglopende vraag uit de telecomsector zal de markt voor Netwerk Business met pakweg 2% krimpen. Daar staat tegenover dat Nokia nu al voorsorteert op de komst van 5G met nieuwe producten. Dankzij 5G en de nieuwe producten hoopt Nokia een vooraanstaande rol te kunnen spelen bij de definitieve doorbraak van the Internet of Things. Maar ook voor de kortere termijn lijkt enige verbetering mogelijk in de vorm van betere marges in 2017 vooral dankzij kostenverlagingen. Nokia is de comeback kid onder de Techbedrijven. Het gaat hier opnieuw om een turnaroundverhaal. Nokia krijgt een speculatief Koopadvies. Het past daarom niet in de modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 45,42	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 48,40	6,6%
Uitstaande aandelen	4,336 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 196,945 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 8,901 Mrd.	
ISIN	US68389X1054	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,29	19,8	0,51	1,12%
2016	2,05	22,1	0,56	1,22%
2017^V	2,56	17,7	0,57	1,26%
2018^V	2,80	16,2	0,60	1,32%

Status	6-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Oracle is een softwarebedrijf en het geesteskind van Larry Ellison. Het is opgericht in 1977 en in 1979 bracht het zijn eerste commerciële relationele database uit. Het hoofdkantoor bevindt zich in Redwood City, Californië. Oracle is vooral bekend om zijn databases, maar is vooral gegroeid door een reeks van spectaculaire overnames. Op die manier kocht Oracle zich in op nieuwe markten. Oracle is ook een van de grootste leveranciers van bedrijfssoftware. Oracle is nu druk om alsnog een rol van belang te gaan spelen in the Cloud. In het gebroken boekjaar 2015/16 investeerde Oracle \$ 5.178 miljard in R&D.

Huidige ontwikkelingen

Oracle is een laatkomer in the Cloud. Het bedrijf is druk met een inhaalslag. In het 2de kwartaal van het gebrokenboekjaar 2016/17 groeide the Cloud gerelateerde omzet met meer dan 60% naar een totaal van \$ 1,053 miljard. De zogeheten on-premise software daalde met 3,7% naar \$ 6,13 miljard. De totale omzetgroei stagneerde en bleef steken op \$ 9,035 miljard. De nettowinst daalde met 8% en kwam uit op \$ 2 miljard. De WpA daalde van \$ 0,51 naar \$ 0,48. Volgens Oracle was de sterke dollar de voornaamste verklaring voor de mindere cijfers. Oracle verwacht voor het 3de kwartaal een groei van de omzet met 3% - 5% bij ongewijzigde valuta's. De WpA komt uit tussen \$ 0,61 - \$ 0,64. Organisch zal de groei uitkomen op 2,5% bij een WpA van \$0,64.

Motivatie

De guidance van Oracle voor het 3de kwartaal is licht teleurstellend. Voor het 3de kwartaal zal de acquisitie van Netsuite volledig meetellen. Dat maakt duidelijk, dat Oracle voorlopig problemen blijft houden om organisch te groeien. Het bedrijf blijft aangewezen op acquisities. Daarnaast blijven er twijfels of Oracle uiteindelijk een rol van betekenis kan spelen in the Cloud. Voorlopig wordt die gedomineerd door Amazon en Microsoft. Daar komt bij, dat Oracle al weer een tijd een krimp laat zien op zijn traditionele hard- en software activiteiten. Oracle probeert wel de weifelende belegger aan zich te binden door zeker tot 2018 voor miljarden eigen aandelen terug te kopen. Desondanks overheersen de twijfels, omdat Oracle ook nog eens gevoelig is voor de dollar. Wij adviseren het aandeel te Houden in afwachting van meer duidelijkheid. Het aandeel komt niet in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 57,34	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 73,00	27,3%
Uitstaande aandelen	1,571 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 90,093 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 5,705 Mrd.	
ISIN	US7475251036	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	3,35	17,1	1,80	3,14%
2016	3,63	15,8	1,91	3,33%
2017^V	4,65	12,3	2,11	3,68%
2018^V	4,79	12,0	2,19	3,82%

6-3-2017	
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Qualcomm Incorporated of kortweg Qualcomm is een Amerikaanse fabrikant van halfgeleiders. Het is in 1985 opgericht in San Diego en heeft sindsdien vestigingen in 157 landen. Het bedrijf is de op twee na grootste fabrikant van processors ter wereld, na Intel en Samsung Electronics. In september 2016 werd bekend dat Qualcomm interesse heeft om de Nederlandse chipfabrikant NXP Semiconductors over te nemen. In tegenstelling tot NXP heeft Qualcomm geen eigen fabrieken voor de productie van chips. Het bedrijf is sterk innovatief en jaarlijks wordt meer dan \$ 5 miljard uitgegeven aan Onderzoek & Ontwikkeling.

Huidige ontwikkelingen

Qualcomm heeft cijfers over het 1ste kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 gepresenteerd die grotendeels in lijn waren. De omzet steeg met 4% naar \$ 6,0 miljard waar de markt op \$ 6,1 miljard rekende. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 1,19 tegen een consensus van \$ 1,18. Licensing revenue kwam uit op \$ 1,8 miljard ofwel 28% van de totale omzet. Voor het lopende kwartaal verwacht Qualcomm een omzet van \$ 5,76 - \$ 6,3 miljard bij een WpA van \$ 1,15 - \$ 1,25. De markt gaat uit van een omzet van \$ 5,93 miljard en een WpA van \$ 1,19.

Motivatie

Qualcomm verkoopt of licenseert zijn halfgeleiders en technologie aan producenten van mobile devices. Afgelopen jaar heeft Qualcomm goede zaken gedaan in China, waar nagenoeg alle grote producenten werken met Qualcomm licenties. De markt voor mobile devices raakt echter verzadigd. In dat licht moet de overname van NXP gezien worden. NXP is sterk in technologie voor de automotives markt. Die markt gaat komende jaren alleen maar harder groeien. Dat geeft vertrouwen dat de huidige hoge nettomarges van meer dan 20% gehandhaafd kunnen blijven. Voor de korte termijn heeft Qualcomm problemen met o.a. Apple over de hoogte van de kosten voor zijn licenties. Dat drukt de koers, maar in het verleden heeft Qualcomm vaker problemen gehad en altijd gewonnen. Het aandeel is niet goedkoop, maar het aandeel heeft nog voldoende opwaarts potentieel. We adviseren Kopen, maar nemen het aandeel niet op in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 95,03	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 105,00	10,5%
Uitstaande aandelen	1,229 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 116,744 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 3,646 Mrd.	
ISIN	DE0007164600	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	-2,49	-38,1	1,15	1,21%
2016	2,97	32,0	1,15	1,21%
2017^V	4,20	22,6	1,31	1,38%
2018^V	4,58	20,7	1,61	1,69%

Status	6-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

SAP is een van oorsprong Duits softwarehuis. Het bedrijf is qua grootte het vierde onafhankelijke softwarebedrijf ter wereld. SAP helpt bedrijven met de optimalisatie van bedrijfssoftware. Dit omvat onder meer de toeleveringsketens en bedrijfsprocessen, waardoor ze concurrentieel blijven. De research & development inspanningen zijn fors met ruim € 3,2 miljard (15,4% van de omzet) per jaar.

Huidige ontwikkelingen

De cijfers over het 4de kwartaal 2016 waren grotendeels in lijn met de verwachtingen. De omzet kwam uit op € 6,7 miljard. Licentie-inkomsten bedroegen € 2,2 miljard. Het operationele resultaat kwam uit op € 2,37 miljard. Cloud inkomsten bedroegen € 8,27 miljard en de zoheten cloud-computing backlog steeg met 47% naar € 5,4 miljard. De omzet over 2016 bedroeg € 22 miljard en die zal in 2017 stijgen met 6% - 8%. Het operationele resultaat zal uitkomen tussen € 6,8 - \$ 7 miljard. In 2020 moet de omzet uitkomen op € 28 - € 29 miljard i.p.v. € 26 - € 28 miljard met een operationeel resultaat van € 8,5 - € 9 miljard.

Motivatie

SAP is bezig zijn nieuwe strategie zorgvuldig uit te werken. Klanten kunnen hun eigen IT infrastructuur opbouwen of kiezen voor the Cloudoplossingen van SAP. De Duitsers verwachten dat tegen 2018 er meer klanten geporteerd zullen zijn van een Cloudoplossing dan van een eigen infrastructuur. Het aantrekkelijke van SAP is, dat het door het grote belang van zijn software voor zakelijke klanten minder kwetsbaar is voor de concurrentie van Microsoft en Amazon Web services. Door een lagere capex kunnen de marges de komende jaren verbeteren. Ook SAP heeft nu zijn Cloudinvesteringen grotendeels achter de rug. Wij handhaven het Koopadvies. We overwegen de mogelijkheid het aandeel op te nemen in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 35,78	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 37,25	4,1%
Uitstaande aandelen	5,186 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 185,560 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 10,238 Mrd.	
ISIN	US8740391003	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,80	19,9	0,73	2,03%
2016	1,97	18,1	0,90	2,51%
2017^V	2,19	16,3	0,92	2,58%
2018^V	2,26	15,8	1,14	3,17%

Status	6-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

TSMC produceert op grote schaal chips in opdracht van andere bedrijven. De onderneming is marktleider en heeft een solide reputatie door gebruik te maken van leidende technologieën en een hoge productie-efficiency. De research & ontwikkelingsinspanningen zijn hoog met ruim \$ 2,2 miljard (8,5% van de omzet) op jaarbasis. TSMC heeft eveneens een focus op zonne-energie gerelateerde industrieën.

Huidige ontwikkelingen

TSMC heeft een degelijk 4de kwartaal van 2016 achter de rug. De omzet steeg met 29% naar \$ 8,27 miljard en een WpA van \$ 0,61, dat was beter dan de consensus van \$ 0,58. De sterke cijfers waren de uitkomst van een meer dan bevredigende vraag naar 16-nanometer technologie en gunstige valutaverhoudingen. Voor het 1ste kwartaal van 2017 is TSMC terughoudend. Die terughoudendheid is het gevolg van een seizoensmatige zwakkere vraag naar mobile products, maar ook door hogere voorraden. TSMC verwacht nu een omzet van \$ 7,44 - \$ 7,53 miljard. Analisten gaan uit van tenminste \$ 7,53 miljard. Voor heel 2017 verwacht TSMC een omzetgroei van 5% - 10%. In de eerste helft van 2017 zal de groei sterker zijn dan in de tweede.

Motivatie

De kapitaalinvesteringen zijn hoog door constante technologische vernieuwingen. Afgelopen jaar investeerde TSMC \$ 10 miljard, bijvoorbeeld in de ontwikkeling van de 10-nanometer technologie. Nieuwe technologieën moeten op termijn de marges overeind houden en zelfs verbeteren. Belangrijk voor TSMC is hoe de vraag naar iPhones zich ontwikkelt. Daarnaast blijft de Chinese markt van belang maar onzeker. Na een traditioneel zwakker 1ste kwartaal kan TSMC de komende kwartalen positief verrassen vooral dankzij een technologische voorsprong. De aandelen zijn momenteel redelijk geprijsd. Een reden voor zorg kan de groeiende afhankelijkheid van Apple zijn. Ongeveer 30% van de omzet is Apple gerelateerd. Het Houdenadvies blijft gehandhaafd.

Media

De traditionele media, zoals kranten en tv krijgen het de komende jaren steeds moeilijker door de onstuitbare opmars van de zogeheten mobile devices zoals de smartphone en de tablet. Ook de opmars van high speed internet ondergraaft de positie van traditionele media.

- Verdere digitalisering van de media is onvermijdelijk.
De hoofdrol blijft weggelegd voor de smartphone in dit proces.
- Dankzij de digitalisering zullen gratis en betaalde content naast elkaar bestaan.
- De grote uitdaging op de korte termijn blijft om het aandeel paid content te verhogen.
- Consument van de toekomst vraagt om kwaliteit, dienstverlening, gemak en value for money.

De sector media kent een neutraal gewicht in ons beleggingsbeleid.



Wij hebben de volgende selectie gemaakt in deze sector: Walt Disney, RELX, Alphabet (Google).

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Reed Elsevier	5,57	Kopen	Stabiele en betrouwbare groeier
Walt Disney	4,58	Kopen	Zeer sterke brandname
Alphabet	4,34	Kopen	Duopolie (met facebook) in on-line advertentiemarkt
Accenture	4,20	Kopen	Sterke groei in digitale dienstverlening
Wolters Kluwer	4,16	Kopen	Stabiele en betrouwbare groeier
Adecco	3,79	Kopen	Geringe schuldenlast en aantrekkelijk gewaardeerd
TUI	3,69	Kopen	Aantrekkelijk gewaardeerd en mooi dividend
Facebook	3,35	Kopen	Duopolie maar relatief duur
Randstad	2,89	Kopen	Vooruitzichten in VS en Europa goed
WPP	2,88	Houden	Digitale technologie maakt het leven moeilijk
ManPower	2,68	Houden	Cyclisch aandeel met weinig koerspotentieel
Accor	2,30	Houden	Aandeel is duur en het dividend niet overtuigend
TomTom	1,21	Houden	Kleine speler die moet concurreren met Alphabet

6 juni 2017

Koers	\$ 123,77	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 140,00	13,1%
Uitstaande aandelen	659 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 81,552 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 4,112 Mrd.	
ISIN	IE00B4BNMY34	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,76	26,0	2,04	1,65%
2016	6,24	19,8	2,20	1,78%
2017^V	5,87	21,1	2,32	1,87%
2018^V	6,41	19,3	2,54	2,05%

Status	10-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Accenture is een internationaal organisatieadviesbureau dat diensten biedt voor management, technologie en outsourcing. Het biedt diensten in verschillende industrie- en bedrijfstakken. Accenture ontstond als de consultancy-afdeling van Arthur Andersen. Deze oorsprong gaat terug tot in 1953. In 1989 scheidde die afdeling zich af van Arthur Andersen, en ging werken onder de naam Andersen Consulting. Op 1 januari 2001 nam Andersen Consulting definitief zijn huidige naam "Accenture" aan. Over het gebroken boekjaar 2015/16 had Accenture een omzet van \$ 32,9 miljard, een stijging van 6% ten opzichte van een jaar eerder. Het operationeel resultaat kwam uit op \$ 4,8 miljard.

Huidige ontwikkelingen

Accenture heeft een goed 1ste kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 achter de rug. De omzet steeg met 6,04% naar \$ 9,01 miljard en dat was beter dan de eigen guidance van \$ 8,4 - \$ 8,65 miljard. De nettowinst kwam uit op \$ 1 miljard en een WpA van \$ 1,58. De consensus ging uit van een WpA van \$ 1,49. Een jaar eerder bedroeg de winst nog \$ 818,9 miljoen en een WpA van \$ 1,28. Voor het hele jaar heeft Accenture de verwachtingen neerwaarts bijgesteld vanwege de negatieve valuta-ontwikkelingen. De WpA zal nu uitkomen op \$ 5,64 - \$ 5,78 in plaats van \$ 5,75 - \$ 5,98. De omzet zal toenemen met 5% - 8%.

Motivatie

De groei van Digital, cloud services en security, nu goed voor 40% van de omzet, compenseert de druk op de prijzen bij de meer gestandaardiseerde producten die Accenture ook aanbiedt. Digital gerelateerde diensten groeiden in het 1ste kwartaal met dubbele cijfers. Daardoor zullen omzet en winst de komende jaren geleidelijk versnellen. De winst per aandeel zal waarschijnlijk met gemiddeld 7% - 9% groeien. De omzet met 5% - 7%. Een nadeel is wel dat Accenture gevoelig blijft voor macro-economische factoren. Het dividendrendement is niet geweldig. Daar staat tegenover dat Accenture komende jaren voor circa \$ 4,9 miljard aan eigen aandelen gaat terugkopen. Het aandeel is aan de prijs, maar Accenture overtuigt met een RoE van 47% voor 2017E. We denken daarom dat een Koopadviesadvies op zijn plaats is. Het aandeel is nog niet opgenomen in Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 42,26	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 41,00	-3,0%
Uitstaande aandelen	233 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 9,865 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 265 Mln.	
ISIN	FR0000120404	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,88	48,0	1,00	2,37%
2016	1,14	37,2	1,05	2,48%
2017^V	1,86	22,7	1,04	2,46%
2018^V	2,07	20,4	1,12	2,65%

Status	12-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Accor is een Franse multinational die actief is in 94 landen. De hoofdzetel staat in Parijs en de groep exploiteert maar liefst 3.700 hotels in verschillende prijsklassen. Dat varieert van budgethotels tot vijfsterren. De laatste jaren is Accor vooral actief aan de bovenkant van de markt. Opvallende acquisities zijn die van Fairmont, Raffles en het Savoy in Londen. Het is een strategische keuze om de confrontatie met nieuwe concurrenten zoals Airbnb te vermijden.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten van Accor waren grotendeels in lijn met de verwachtingen. De omzet steeg met 2,2% naar € 5,63 miljard. Dat was in lijn met de consensus. EBIT ging 4,6% omhoog naar € 696 miljoen. Dat was iets boven de eigen verwachtingen, maar ook boven de consensus van € 677,13 miljoen. De nettowinst ging met 8,1% naar € 265 miljoen. Wereldwijd ging de omzet per kamer met 1,1% omhoog, behalve in Frankrijk waar de omzet per kamer met 2,8% daalde. Frankrijk en in het bijzonder Parijs kampen nog steeds met de naweeën van de terroristische aanslagen.

Motivatie

Accor is op de overnametoer en is bereid grote bedragen neer te tellen. Het wil vooral zijn positie versterken in het luxe segment van hotels en villa's. Op die manier hopen de Fransen hun belangen in de Verenigde Staten en in Azië (China) versneld uit te bouwen. Ze doen dit met het oog op de snel groeiende online concurrentie zoals Expedia, een travel agency, die proberen hotelketens te dwingen de prijzen aan te passen aan hun wensen. Ook probeert Accor door zich meer en meer te positioneren als een luxe keten om nieuwkomers als Airbnb te slim af te zijn. Die strategie lijkt de eerste vruchten af te werpen. Het luxe segment draagt steeds meer bij aan omzet en winst, omdat de marges substantieel hoger zijn. Daar staat tegenover dat het aandeel duur is en dat de RoE van minder dan 10% voor 2017E niet overtuigend is. Dat geldt ook voor het dividendrendement. Het advies luidt Houden.

6 juni 2017

Koers	CHF 72,05	(31/5/2017)
Koersdoel	CHF 85,85	19,2%
Uitstaande aandelen	174 Mln.	
Marktkapitalisatie	CHF 12,571 Mrd.	
Nettowinst (2016)	CHF 723 Mln.	
ISIN	CH0012138605	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	0,05	1441,0	2,25	3,12%
2016	4,14	17,4	2,26	3,14%
2017^V	4,83	14,9	2,33	3,23%
2018^V	5,12	14,1	2,31	3,21%

Status	10-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Adecco S.A. is een Zwitserse human resource dienstverlener. Adecco Group is mondiaal leidend met meer dan 31.000 werknemers en een netwerk van ca 5.100 branches in meer dan 60 landen. De onderneming werd gevormd in 1996 door een fusie van het Franse Ecco en het Zwitserse Adia Interim.

Huidige ontwikkelingen

Het Zwitserse bedrijf boekte in de laatste drie maanden van vorig jaar met € 5,9 miljard 6% meer omzet dan een jaar eerder. In de eerste twee maanden van dit jaar werd die lijn doorgetrokken met een plus van 4% à 5%. De toename zorgde vorig kwartaal voor een nettowinst die met € 216 miljoen bijna een vijfde hoger was dan in de laatste drie maanden van 2015. Over heel 2016 steeg de omzet van de marktleider met 4% naar € 22,7 miljard euro. De nettowinst kwam uit op € 723 miljoen na het nulresultaat van een jaar eerder. De groei was vorig kwartaal zichtbaar in alle regio's waar Adecco actief is, alleen in Japan stagneerden de opbrengsten. De Benelux was goed voor een plus van 4%, terwijl de omzet in Italië met bijna een kwart toenam. In Frankrijk werd een vooruitgang van 9% gemeld, terwijl Spanje en Portugal in de dubbele cijfers eindigden.

Motivatie

Uitzendconcern Adecco heeft zijn omzet de afgelopen maanden van 2017 verder zien groeien, vooral dankzij vooruitgang in Frankrijk, Italië en Duitsland. In de eerste twee maanden van dit jaar werd de lijn uit 2016 doorgetrokken met een plus van 4% à 5%. Dat betekent dat ook 2017 een goed jaar kan worden i.t.t tot de eerdere vrees dat dit een jaar van teruggang zou zijn in Europa. Niets lijkt minder waar. De waardering voor het aandeel is aantrekkelijk, evenals het dividendrendement. Adecco heeft een lage schuldenlast en een gestaag verbeterende kasstroom per aandeel. Het aandeel gaat van Houden naar Kopen. Het wordt niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 996,17	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 1.250,00	25,5%
Uitstaande aandelen	686 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 682,914 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 19,478 Mrd.	
ISIN	US02079K1079	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	22,80	43,7	0,00	0,00%
2016	28,41	35,1	0,00	0,00%
2017^V	33,40	29,8	0,00	0,00%
2018^V	39,30	25,3	0,00	0,00%

Status	6-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Op 2 oktober 2015 voerde Google een verregaande reorganisatie door op holding niveau. Op die dag gingen Google, Alphabet en Maple Technologies samen, waarbij Alphabet de holding company werd. Alphabet is derhalve een verzameling bedrijven. De belangrijkste zijn Calico, gespecialiseerd in gezondheid, Nest, connected home business, Fiber en investeringsvehikels, zoals Google Ventures en Google Capital. Google, de kern van het bedrijf, behoudt onderdelen als search, advertenties, Google Maps, apps, YouTube, Android en cloud infrastructure. De research & development inspanningen zijn hoog. Google heeft over heel 2016 meer dan \$ 8 miljard (10,7% van de omzet) hieraan uitgegeven.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten van Alphabet laten op het eerste gezicht een gemengd beeld zien. De omzet steeg met 23% naar een bedrag van \$ 21,2 miljard. Analisten hadden een omzet van \$ 20,6 miljard verwacht. De winst groeide met 8,3% naar \$ 5,33 miljard. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 9,36 tegen een marktverwachting van \$ 9,63. Alphabet weet deze domper aan een eenmalige belastingtegenvaller. Daarvoor gecorrigeerd zou de WpA uitgekomen zijn op \$ 10,13. Over het hoe en waarom van de belastingtegenvaller deed Alphabet geen mededelingen. De marges van Alphabet stonden in het 4de kwartaal licht onder druk, omdat de sterke omzetgroei deels kwam van onderdelen van het bedrijf die minder winstgevend zijn.

Motivatie

Google is de absolute leider als het om digitaal adverteren en search gaat. Ongeveer 85% van de omzet is te danken aan advertising. De opgave voor Alphabet is om de afhankelijkheid van advertenties de komende jaren te verminderen. De eerste stappen in die richting zijn gezet. De omzet uit non-advertising activiteiten groeide met 62% naar \$ 3,4 miljard. De goede gang van zaken is af te lezen aan de gestage groei van de kasstroom. Die is in 2016 uitgekomen op \$ 51,50 per aandeel. RoE voor 2017E wordt geschat op een geruststellende 17%. Ondanks de sterke ontwikkelingen is de waardering gematigd te noemen. Wij adviseren het aandeel te Kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 152,38	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 180,00	18,1%
Uitstaande aandelen	2,846 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 433,716 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 10,217 Mrd.	
ISIN	US30303M1027	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,29	118,1	0,00	0,00%
2016	3,59	42,5	0,00	0,00%
2017^V	5,43	28,1	0,00	0,00%
2018^V	6,66	22,9	0,00	0,00%

Status	10-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Facebook is in 2004 opgericht door Mark Zuckerberg. Facebook is het grootste Social Network waar inmiddels bijna 2 miljard mensen gebruik van maken om op verschillende manieren met elkaar te communiceren. Facebook ging in 2012 naar de beurs. Binnen drie maanden bereikte het bedrijf een marktkapitalisatie van meer dan \$ 100 miljard. Dat was nog nooit in de geschiedenis gebeurd. In juli 2015 doorbrak Facebook de barrière van \$ 250 miljard. Na de presentatie van de cijfers over het 3de kwartaal 2015 doorbrak Facebook de grens van \$ 300 miljard. Allemaal snelheidsrecords. Onder Facebook's vleugels vallen bedrijven als Instagram en WhatsApp.

Huidige ontwikkelingen

Het 4de kwartaal van 2016 was opnieuw uitstekend. De omzet ging omhoog van \$ 5,6 miljard in 2015 naar \$ 8,6 miljard. De winst steeg van \$ 1,6 miljard naar \$ 3,7 miljard. De groei wordt gedragen door een steeds maar uitdijende bezoekersbasis. In het afgelopen kwartaal groeide het aantal maandelijkse bezoekers met 17% naar 1,86 miljard. Het aantal dagelijkse bezoekers bedroeg 1,23 miljard. Het aantal bezoekers dat Facebook per smartphone bezoekt bedroeg 1,74 miljard per maand. De advertentie-omzet gerelateerd aan mobile devices bedraagt nu 84% van de totale advertentie-inkomsten. Facebook verwacht dat de omzetgroei in de loop van 2017 gaat vertragen. Het bedrijf gaat het aantal advertenties in News Feeds beperken.

Motivatie

De vraag is hoelang Facebook nog dit tempo van groei kan vasthouden. Het bedrijf zelf denkt dat dat nog wel een tijd kan doorgaan, ook al zal de groei van online/mobile advertentie-inkomsten onder druk komen. Facebook zelf denkt die terugvallende groei te kunnen opvangen door meer gebruik te gaan maken van video om zo langer bezoek van Facebook te stimuleren. Daarnaast moet bijvoorbeeld Instagram een bron van inkomsten worden. Als dat lukt dan biedt dat Facebook mogelijkheden voor nieuwe inkomstenbronnen. Daarbij moet bedacht worden, dat Facebook en Alphabet feitelijk de markt voor online-advertenties monopoliseren. De waardering voor Facebook is fors, maar de winstgroei is nog fors. Het advies gaat van Houden naar Kopen.

6 juni 2017

Koers	\$ 100,58	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 105,00	4,4%
Uitstaande aandelen	77 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 7,725 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 444 Mln.	
ISIN	US56418H1005	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	5,40	18,6	1,60	1,59%
2016	5,78	17,4	1,74	1,73%
2017^V	6,61	15,2	1,84	1,83%
2018^V	7,20	14,0	1,96	1,95%

Status	10-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Manpower houdt zich wereldwijd bezig met uitzendwerk en HR-diensten. Manpower werd in 1948 opgericht en is actief in ruim 80 landen. Manpower is de op twee na grootste HR-dienstverlener ter wereld na het Zwitserse Adecco en Randstad.

Huidige ontwikkelingen

Manpower heeft een redelijk 4de kwartaal achter de rug. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 1,80 en dat was \$ 0,10 beter dan de consensus. De winst bedroeg \$ 127,4 miljoen tegen \$ 123 miljoen in 2015. Deze betere cijfers waren vooral te danken aan lagere kosten. Markten blijven volatiel. De omzet kwam uit op \$ 4,966 miljard. Dat was beter dan in 2015 maar iets minder dan de consensus van \$ 4,988. Zowel omzet als winstgroei werden nadelig beïnvloed door ongunstige valutaverhoudingen. Daarvoor gecorrigeerd zou de omzet met 3% gegroeid zijn en de WpA zelfs met 17%. Voor het 1ste kwartaal van 2017 verwacht Manpower een WpA van \$ 1,06 - \$ 1,14. De omzet zal naar verwachting met 1% - 3% toenemen.

Motivatie

Er is een duidelijk verschil in marktontwikkeling in de VS en Europa. Werkgevers in de VS laten een duidelijke aarzeling zien bij het inhuren van arbeidskrachten, terwijl de markt in Europa juist aantrekt. Voor het 1ste kwartaal 2017 voorziet Manpower een krimpende omzet in de VS. Een belangrijk land als Frankrijk laat eindelijk weer groei zien. In de UK was er een duidelijk negatief Brexit effect dat lijkt weg te ebben in 2017. Manpower verwacht dat juist de positieve trend in 1Q2017 in Europa zal aanhouden. Desalniettemin acht Manpower de kans op tegenvallers nog steeds groot. De economische groei is op zijn best nog matig. Daarom handhaven we voor het moment het Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	€ 50,92	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 64,00	25,7%
Uitstaande aandelen	183 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 9,319 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 588 Mln.	
ISIN	NL0000379121	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,76	18,4	1,68	3,30%
2016	3,21	15,8	1,89	3,71%
2017^V	4,21	12,1	2,05	4,02%
2018^V	4,37	11,7	2,16	4,24%

Status	10-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Randstad Holding NV houdt zich wereldwijd bezig met uitzendwerk en HR-diensten. Randstad werd in 1960 in Nederland opgericht door Frits Goldschmeding en is actief in 40 landen. Randstad is de op één na grootste HR-dienstverlener ter wereld na het Zwitserse Adecco. Oprichter Frits Goldschmeding is nog altijd de grootste aandeelhouder.

Huidige ontwikkelingen

Randstad boekte in het 4de kwartaal van vorig jaar een omzet van € 5,5 miljard. Dat was 11% meer dan een jaar eerder, waarbij de vergelijkbare groei per werkdag uitkwam op 7%. In januari en februari zag de uitzender op die basis een verdere toename van 5 à 6 %. Het concern wees op de vaart die de Europese markt de afgelopen maanden heeft gekregen, waarbij vooral in Frankrijk en Duitsland sterke vooruitgang werd geboekt. De omzet per werkdag nam daar met 10% toe, terwijl in Nederland een plusje van 2% werd gemeten. In de VS bleven de opbrengsten stabiel, in Spanje en Italië werd een dubbelcijferige groei geboekt.

Motivatie

De vooruitzichten voor 2017 zijn zonder meer goed. Negatieve gevolgen van de Brexit blijven vooralsnog uit en Europa en het VK doen het economisch beter dan verwacht. Hetzelfde geldt voor de Opkomende Markten. Daar kan Randstad van profiteren. De financiële positie is verder versterkt door de eerdere goede gang van zaken. Het lukt Randstad om zijn marges te verbeteren en niet alleen dankzij kostenbesparende maatregelen. Voor 2017 ligt een flinke verbetering van de kasstromen per aandeel in het verschiet. Het dividendrendement van meer dan 3% is aantrekkelijk en het aandeel is aantrekkelijk gewaardeerd. De RoE van meer dan 16% is eveneens aantrekkelijk. Het advies blijft Kopen.

6 juni 2017

Koers	€ 18,41	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 20,60	11,9%
Uitstaande aandelen	2,153 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 39,627 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,161 Mrd.	
ISIN	NL0006144495	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,65	28,3	0,40	2,19%
2016	0,54	34,1	0,43	2,31%
2017^V	0,91	20,2	0,45	2,45%
2018^V	1,03	17,9	0,48	2,61%

Status	10-4-2016
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Het Brits/Nederlandse Reed Elsevier (RELX) is een wereldwijd werkend bedrijf dat informatie verschaft aan professionals/kenniswerkers in meerdere sectoren. Het bedrijf onderscheidt vier hoofdactiviteiten. De divisie Scientific, Technical & Medical speelt in op de informatiebehoefte in deze segmenten. De divisie Risk & Business Information combineert data op het gebied van unieke, publieke en third-party informatie met analyses voor het bedrijfsleven en voor de overheid. De juridische poot levert juridisch getinte informatie en de vierde poot, Exhibitions, organiseert tentoonstellingen, seminars en conferenties.

Huidige ontwikkelingen

RELX zette over 2016 een onderliggende omzet in de boeken van € 8,4 miljard. Dat betekende een stijging van 4% ten opzichte van een jaar eerder. Daarmee deed het bedrijf het beter dan de gemiddelde verwachting van analisten. De aangepaste operationele winst viel met € 2,6 miljard euro 6% hoger uit dan een jaar eerder. Ook daarmee werden de verwachtingen van analisten overtroffen. Voor 2017 verwacht het bedrijf zowel de omzet als de winst verder op te zullen voeren. De sterkste groei werd in 2016 geboekt door Exhibitions, waar de opbrengsten, gecorrigeerd voor wisselkoersen, met 9% toenamen. Risk & Business Analytics volgde met een plus van 8%. Zowel bij Legal als bij de wetenschappelijke en medische dienstverlening werd de winst met 2% opgeschroefd.

Motivatie

Het succesvol streven naar betrouwbaarheid en soliditeit maakt van RELX een mooi defensief fonds. De organische groei van pakweg 4% kan de komende jaren naar alle waarschijnlijkheid volgehouden worden. Beleggers waarderen vandaag de dag betrouwbare groei, zoals blijkt uit de hoge waarderingen voor consumer staples. RELX heeft een ijzersterke positie in de markt waardoor de marges in de komende jaren nog licht kunnen stijgen. De vrije kasstromen nemen jaarlijks toe, waardoor de dividenduitkering toeneemt evenals de inkoop van eigen aandelen. De RoE is met bijna 80% voor 2017E extreem hoog. Het aandeel heeft een Kopen aanbeveling en is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 9,08	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 9,46	4,2%
Uitstaande aandelen	228 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 2,074 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 12 Mln.	
ISIN	NL0000387058	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,08	113,5	0,00	0,00%
2016	0,05	172,8	0,02	0,17%
2017^V	0,25	36,3	0,00	0,00%
2018^V	0,33	27,5	0,00	0,00%

Status	10-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

TomTom NV is een fabrikant van navigatieapparatuur en -diensten. Het bedrijf bestaat uit vier bedrijfssegmenten: Consumer, Automotive, Business Solutions en Licensing. De segmenten omvatten elf business-units zoals digitale kaarten, verkeersinformatie, navigatie software, draagbare navigatieapparatuur, smartphone applicaties en locatiegebaseerde diensten. De onderneming geeft veel uit aan onderzoek en ontwikkeling, ongeveer € 185 miljoen op jaarbasis (18,4% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

TomTom heeft in het laatste kwartaal van 2016 een nettoverlies in de boeken gezet bij een dalende omzet. Met name de verkopen aan consumenten stonden opnieuw flink onder druk. De zakelijke onderdelen van het navigatiebedrijf lieten wel groei zien. TomTom rapporteerde een kwartaalomzet van € 266 miljoen euro, 6% minder dan een jaar eerder. Het bedrijf wist wel de brutowinst met 10% op te voeren tot € 153 miljoen. Dat komt doordat de dienstverlening aan bedrijven hogere marges oplevert. Onder de streep stond evenwel een verlies van € 5,6 miljoen euro na een winst van € 21 miljoen euro een jaar eerder. Dat heeft mede te maken met de kosten van enkele overnames. Over heel 2016 zag TomTom de opbrengsten met 2% afnemen tot € 987 miljoen. Voor dit jaar gaat het bedrijf uit van een verdere afname naar € 925 - € 950 miljoen. Wel wordt een toename voorzien van de winst per aandeel.

Motivatie

Het productportfolio van TomTom maakt het bedrijf interessant voor derde partijen uit uiteenlopende sectoren zoals technologie en Sociale Media. TomTom denk een vooraanstaande rol te kunnen spelen in de ontwikkeling van digital mapping en autonomous driving. TomTom heeft echter een groeioprobleem in zijn traditionele consumentenmarktmarkt. Vooral de vraag naar navigatiekastjes daalt sterk. Een vooraanstaande rol in de zakelijke markt kan echter niet zonder dat het bedrijf op de korte termijn fors investeert voor een toekomstige winstgroei. Daarom zal de druk om de consumentendivisie af te stoten alleen maar toenemen. De waardering loopt vooruit op de verwachte winstgroei op termijn. We nemen vooralsnog een afwachtende houding aan met een Houdenadvies.

6 juni 2017

Koers	€ 13,60	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 18,20	33,8%
Uitstaande aandelen	587 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 7,978 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,037 Mrd.	
ISIN	DE000TUAG000	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,63	21,6	0,56	4,12%
2016	1,77	7,7	0,63	4,63%
2017^V	1,07	12,7	0,64	4,71%
2018^V	1,17	11,6	0,71	5,22%

Status	12-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

TUI Group (Touristik Union International) is een multinationale groep met hoofdzetel in Hannover, Nedersaksen. Het is de grootste toerismegroep in de wereld. Tot 2001 heette het bedrijf Preussag AG, een conglomeraat actief in de industrie- en transportsector. Midden de jaren 90 transformeerde het bedrijf tot TUI AG, een toerisme-, scheepvaart- en logistiek concern. TUI kondigde in 2007 een fusie aan van haar toerismeactiviteiten met de Britse touroperator First Choice Holidays en daaruit is een nieuwe organisatie ontstaan, TUI Travel plc genaamd, waarin TUI AG het meerderheidsbelang had. In juni 2014 kondigde TUI AG dat het volledig zou fuseren met TUI Travel plc om een verenigde groep te maken (TUI Group). De fusie werd afgerond op 17 december 2014 .

Huidige ontwikkelingen

TUI heeft het gebroken boekjaar 2015/16 goed afgesloten. Onderliggend kwam EBITA uit op € 1 miljard, een stijging van 5%. Gecorrigeerd voor valuta's bedroeg de stijging 15% en dat was beter dan de eigen guidance van 12%-13%. De omzet daalde met met 1,9% naar € 17,19 miljard. Dat was te wijten aan het zwakke pond. Daarvoor gecorrigeerd was er een stijging van 1,4%. Het dividend werd bepaald op € 0,63 ten € 0,56 een jaar eerder. Voor het jaar 2016/17 verwacht TUI een stijging van de onderliggende EBITA van 10%. Aan het einde van het winterseizoen heeft Tui zijn guidance voor het lopende jaar herhaald.

Motivatie

TUI verwacht dat EBITA tot en met 2019 met gemiddeld 10% zal groeien gecorrigerd voor valuta's. De omzet zal met gemiddeld 3% toenemen. In het afgelopen jaar is de zowel de schuldpositie als de kaspositie sterk verbeterd. De RoE staat weer structureel boven 20%. Het dividendrendement is met meer dan 4% aantrekkelijk! Het aandeel is redelijk geprijsd. Alles bij elkaar verdient het aandeel een koopadvies. Het wordt nog niet in de Modelportefeuille opgenomen.

6 juni 2017

Koers	\$ 108,34	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 133,00	22,8%
Uitstaande aandelen	1,688 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 182,863 Mrd.	
Nettowinst (2016)	9,391 Mrd.	
ISIN	US2546871060	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,97	21,8	1,81	1,67%
2016	5,56	19,5	1,42	1,31%
2017^V	5,95	18,2	1,56	1,44%
2018^V	6,75	16,1	1,69	1,56%

Status	10-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Disney is niet alleen bekend om zijn invloed op het gebied van amusement als één van de bekendste filmproducenten ter wereld, maar ook vanwege vernieuwingen op het gebied van ontwerpen en in de pretparkwereld. Onder één van 's werelds bekendste personages zit bijvoorbeeld Mickey Mouse.

Huidige ontwikkelingen

Disney boekte resultaten over het 1ste kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 die een gemengd beeld opleverden. De WpA kwam uit op \$ 1,55 tegen een consensusverwachting van \$ 1,48. Dat neemt niet weg dat de WpA daalde met 10% ten opzichte van een jaar eerder. De omzet daalde met 3% naar \$ 14,78 miljard. Dat was royaal minder dan de voorziene \$ 15,27 miljard. Disney wijt de tegenvallende omzetontwikkeling aan teruglopende advertentie-inkomsten bij de sportzender ESPN. Daar lopen bovendien de kosten ook nog eens op, omdat veel abonneehouders weglopen. Ook de filminkomsten vielen dit kwartaal tegen, omdat in het vorige jaar de film Star Wars zwaar meewoog in de resultaten. Het ontbreken van een Star Wars film in het fiscale jaar 2017 maakt dat het management slechts een gematigde winstgroei voorziet. Voor 2018 is echter een nieuwe film gepland!

Motivatie

Het aandeel Disney heeft de laatste tijd duidelijk terrein verloren onder invloed van nieuwe partijen zoals Netflix. Bedrijven als Disney beginnen steeds meer abonnementen te verliezen en de kosten voor sportzenders lopen sterk op. Kabel is nog steeds de grootste divisie binnen Disney, maar het aandeel in het operationeel resultaat neemt af. Deze onzekerheid drukt op de waardering van het aandeel. Echter, Disney is één van de partijen die gebruik kan maken van een sterke kasstroom door significant te investeren in nieuwe content op een breed front. Daar komt nog bij, dat de grootste problemen bij ESPN verleden tijd zijn en dat stabilisatie gaat optreden. Wij vinden de huidige waardering aantrekkelijk en adviseren het aandeel te Kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 39,25	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 43,00	9,6%
Uitstaande aandelen	302 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 11,850 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 490 Mln.	
ISIN	NL0000395903	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	1,40	28,0	0,75	1,91%
2016	2,10	18,7	0,77	1,97%
2017^V	2,30	17,1	0,81	2,06%
2018^V	2,47	15,9	0,87	2,22%

Status	10-4-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Wolters Kluwer NV biedt 'content-oplossingen'. Het bedrijf kent vier divisies: Legal & Regulatory, Tax & Accounting, Health en Financial & Compliance Services. Het bedrijf levert over de hele wereld producten en diensten aan professionals op het gebied van zorg, belasting, boekhouding, financiën, dienstverlening, juridische zaken en de toezichthoudende sector.

Huidige ontwikkelingen

Wolters Kluwer heeft afgelopen jaar de omzet en winst weten op te voeren. De informatieleverancier boekte vooral in Europa betere resultaten, vooral met de verkoop van belasting- en accountantssoftware. De operationele winst voor eenmalige posten kwam uit op € 950 miljoen. Dat betekent een stijging op jaarbasis van 5%. De nettowinst liep met bijna een zesde op tot € 490 miljoen. De aangepaste winst per aandeel nam met 6% toe tot € 2,10. Voor 2017 gaat Wolters Kluwer uit van opnieuw een "solide" autonome groei, wat volgens McKinstry neer zal komen op een vergelijkbaar groeitempo als in 2016. Ook de marges gaan naar verwachting verder omhoog. Het bedrijf mikt op een toename van de aangepaste winst per aandeel met een 'mid-single digit'.

Motivatie

Wolters Kluwer is een toonbeeld van degelijkheid en voorspelbaarheid vooral omdat Wolters vooral met abonnementen werkt. Klanten van Wolters Kluwer nemen steeds meer cloudgebaseerde diensten af waarop hogere marges worden verdiend. Evenals RELX slaagt Wolters Kluwer erin om de komende jaren de omzet organisch te laten groeien en wel naar een niveau van 3%. Daardoor is er ruimte voor margeverbetering en voor een winststijging van meer dan 5%. De waardering is voor 2017E niet bijzonder hoog. De voorspelbaarheid van de vrije kasstroom is wel hoog. Wij behouden het Koopadvies. Het aandeel komt niet in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	£ 17,33	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 17,00	-1,9%
Uitstaande aandelen	1,293 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 22,409 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 1,400 Mrd.	
ISIN	JE00B3DMTY01	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	0,88	19,6	0,45	2,58%
2016	1,08	16,0	0,57	3,27%
2017^V	1,27	13,7	0,63	3,65%
2018^V	1,35	12,8	0,68	3,93%

Status	12-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

WPP is het grootste advertentie- en public relations bedrijf ter wereld. Het is in zeker 112 landen actief. Onder de vlag van WPP werken grote namen als Burson-Marsteller, Hill & Knowlton en Ogilvy & Mather. WPP heeft belangen in media, is actief als lobbyist bij overheden en heeft belangen in research- en consulting bedrijven.

Huidige ontwikkelingen

WPP heeft geen goed 2016 achter de rug. De omzet steeg weliswaar met 18% naar GBP 14,3 miljard. De nettowinst ging met 21% naar GBP 1,4 miljard. De mooie groeicijfers zijn echter voor het grootste deel te danken aan het zwakke pond. Dat droeg 10,4% aan de verbetering bij. De like-for-like groei kwam uit op 4,6%. In het 4de kwartaal was die groei vertraagd naar 2,1% en in januari naar 1,2%. Dat zijn niveaus die in jaren niet meer gezien zijn. Voor 2017 verwacht WPP een bescheiden omzetgroei van 2%.

Motivatie

WPP is 2017 ingegaan met een dubbel probleem. Het heeft enkele hele grote klanten verloren. De opvallendste zijn AT&T en Volkswagen, samen goed voor 1% van de omzet. Het lukt niet een-twee-drie die verliezen te compenseren. Daarnaast verslechtert wereldwijd het klimaat voor advertenties. Bestedingen groeien dit jaar weliswaar met 3,6%, maar dat is royaal minder dan de groei van 5,7% in 2016. Bedrijven blijven letten op de kosten en nieuwe disruptieve digitale technologieën maken het leven van de klassieke adverteerder bepaald niet gemakkelijker. De waardering is nog steeds redelijk en het dividendrendement aantrekkelijk, evenals de RoE. De groeivoorzichten zijn op korte termijn echter minder. We verlagen daarom het advies van Kopen naar Houden in afwachting van betere tijden.

Farmacie

De healthcare sector is zeer belangrijk met het oog op de vergrijzing van belangrijke delen van de wereldbevolking. Echter, ook big-pharma kampt met groeiproblemen. In deze sector zien we veel van dezelfde problemen en dezelfde oplossingen terugkomen als in andere grote verzadigde sectoren.

De trend die wij zien in de healthcare/farmacie sector:

- Kosten voor healthcare stijgen harder dan het BNP: overheden worden genoodzaakt in te grijpen met als gevolg focus op kosten en saneringen.
- Digitalisering en de nieuwe healthcare consument: internet, apps, wearables, big data, social-media zorgen voor zelfkennis, en zelfregulering.
- Persoonlijke gezondheidszorg: precisie medicijnen en nano-technologie zorgen voor 1 op 1 gezondheidszorg.

De sector **overwegen** wij in de portefeuille.



Onze favorieten binnen deze sector zijn: Philips, Medtronic, Amgen, Biogen, Roche en Fresenius SE.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Roche	4,57	Kopen	Sterke speler in oncologie en biotech (Genentech)
Philips	4,44	Kopen	Herpositionerings- en herwaarderingsverhaal
Medtronic	4,38	Kopen	Sterke speler op gebied van health hardware
Amgen	4,26	Kopen	Grootste biotechonderneming wereldwijd
Biogen	4,16	Kopen	Sterke biotech speler in ouderdomsziekten (MS, Alzheimer)
Fresenius	3,55	Kopen	Healthcare services is een groeimarkt
Johnson & Johnson	3,36	Kopen	Ijzersterke en betrouwbare household name
Gilead Sciences	3,16	Houden	Concurrentie in aantocht (Merck); one product company
Pfizer	3,11	Houden	Gigant in de overgang
Bristol-Myers	2,51	Houden	Leidend in oncologie, echter duur
Sanofi	2,05	Houden	Magere groei, laag rendement op vermogen
Novartis	1,38	Houden	Groei blijft uit, maar gunstig gewaardeerd
Astra Zeneca	0,09	Verkopen	Aflopende patenten en negatieve groei en reorganisaties

6 juni 2017

Koers	\$ 153,85	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 212,00	37,8%
Uitstaande aandelen	758 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 116,657 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 7,722 Mrd.	
ISIN	US0311621009	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	9,15	16,8	3,16	2,05%
2016	10,18	15,1	3,99	2,59%
2017^V	12,46	12,3	4,54	2,95%
2018^V	12,75	12,1	4,88	3,17%

Status	20-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Het Amerikaanse Amgen (voorheen Applied Molecular Genetics) is 's werelds grootste onafhankelijke biotechnologiebedrijf. De onderneming is actief voor de therapiegebieden hematologie, oncologie en ontstekingen. De uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling zijn ruim \$ 4 miljard (18,8% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Amgen heeft cijfers over het 4de kwartaal 2016 gepubliceerd die beter waren dan de consensus. Gecorrigeerd kwam de WpA uit op \$ 2,89 tegen een verwachting van \$ 2,77. De omzet kwam uit op \$ 5,79 miljard tegen een verwachting van \$ 5,74 miljard. De nettowinst kwam uit op \$ 1,94 miljard, een stijging van 7,8%. Voor 2017 verwacht Amgen een omzet van \$ 22,3 - \$ 23,1 miljard. Analisten gaan uit van \$ 23,31 miljard. Gecorrigeerd moet de WpA uitkomen op \$ 11,80 - \$ 12,60. De consensus luidt \$ 12,46. Amgen krijgt steeds meer last van zogeheten biosimilar producten. Zo heeft het kankermedicijn Neupogen concurrentie van Zarxio van Novartis. Dat zet verkopen onder druk.

Motivatie

Er wordt voor de komende jaren een gematigde omzetontwikkeling verwacht door de concurrentie van Biosimilars. De nadruk blijft op kostendiscipline liggen. In 2016 bedroegen de besparingen \$ 1,2 miljard. Die moeten er voor moeten zorgen dat de vrije kasstroom hoog blijft. Die kwam in 2016 uit op \$ 10 miljard. Dat stelt het bedrijf in staat zowel het dividend te verhogen als de nodige investeringen in nieuwe medicijnen te doen. De pijplijn ziet er veelbelovend uit en Amgen kan veel nieuwe medicijnen introduceren in 2017. De RoE is met 26,5% voor 2017E hoog en de waardering is aantrekkelijk. Het dividend is eveneens aantrekkelijk en de kaspositie is met \$ 28 miljard ijzersterk. Wij adviseren Amgen te Kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	£ 52,50	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 50,76	-3,3%
Uitstaande aandelen	1,264 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 66,353 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 3,499 Mrd.	
ISIN	GB0009895292	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	1,51	34,8	1,89	3,59%
2016	2,77	19,0	2,78	5,29%
2017v	1,83	28,7	2,76	5,25%
2018^v	1,97	26,7	2,84	5,41%

Status	20-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

AstraZeneca PLC is een Brits-Zweeds multinational farmaceutisch bedrijf. AstraZeneca behoorde in 2009 nog tot de vijf grootste farmaceutische bedrijven ter wereld. De werkzaamheden van de Groep zijn gericht op de zes therapeutische gebieden: Cardiovasculair, Gastro-intestinaal, Infecties, Neurologie, Oncologie, Ademhaling en Ontstekingen. Bekende producten zijn: Crestor en Nexium. De kosten van onderzoek en ontwikkeling zijn hoog met \$ 5,6 miljard (23% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

De resultaten over 2016 waren bepaald niet om over naar huis te schrijven. De omzet daalde met 5% naar \$ 23 miljard wat ook nog krap onder consensus lag. Het operationele resultaat ging met 7% omlaag naar \$ 6,72 miljard en de WpA bedroeg \$ 2,77. De voornaamste oorzaak is de aanhoudende generieke concurrentie voor bijvoorbeeld het succesvolle medicijn Crestor. De verwachtingen voor 2017 zijn eveneens laaggespannen. Omzet en winst zullen verder dalen met 3% -5%. Ook dit jaar is generieke concurrentie de hoofdoorzaak.

Motivatie

AstraZeneca lijdt al jaren onder aflopende patenten en een gebrekkige pijplijn. Het bedrijf snijdt al jaren rigoureuus in de kosten. Sinds 2010 worden jaarlijks meer dan \$1 miljard aan reorganisatielasten geboekt. Het management denkt dat het omslagpunt in 2017 komt. Het probleem van de aflopende patenten is dan voorbij. AstraZeneca en de markt hebben hoge verwachtingen van enkele nieuwe medicijnen, zoals Durvalumab. Bovendien lijkt het medicijn Lynparza een betere werking te hebben dan verwacht. De kansen op enkele blockbusters groeien, zeker na 2017. Het bedrijf verwacht zelf dat na dit jaar marges en schuldpositie weer gaan verbeteren, waardoor de winstgevendheid toeneemt. De RoE verbetert naar verwachting in 2018 naar 30,3%. We denken dat het verkoopadvies niet langer op zijn plaats is en adviseren nu Houden.

6 juni 2017

Koers	\$ 246,54	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 340,00	37,9%
Uitstaande aandelen	235 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 57,979 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 3,703 Mrd.	
ISIN	US09062X1037	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	15,08	16,3	0,00	0,00%
2016	16,93	14,6	0,00	0,00%
2017^V	20,94	11,8	0,00	0,00%
2018^V	22,38	11,0	0,00	0,00%

Status	20-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Biogen is een Amerikaans biotechnologisch bedrijf gespecialiseerd in onderzoek en behandeling van neurodegeneratieve, hematologische en auto-immuun ziekten voor patiënten wereldwijd. De onderneming geeft ruim \$ 2 miljard uit aan R&D (18,7% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Het afgelopen jaar 2016 liet een redelijke verbetering van de resultaten zien. De omzet steeg met 6% naar \$ 11,4 miljard. Gecorrigeerd voor valuta's kwam de groei uit op 9%. De nettowinst kwam uit op \$ 3,7 miljard, een stijging van 4%. De bijbehorende WpA kwam uit op \$ 16,93, een plus van 10%. Over het 4de kwartaal liet de omzet een bescheiden stijging zien van 1,2% naar \$ 2,9 miljard. De nettowinst daalde met ruim 37% naar \$ 649,2 miljoen. De scherpe daling is het gevolg van een eenmalige afschrijving van \$ 455 miljoen en een boete van \$ 1,3 miljard voor het schenden van intellectuele eigendomsrechten.

Motivatie

Er zijn lang twijfels geweest over de ontwikkelingen in de markt voor Multiple Sclerose medicijnen. Prijzen leken onder druk. Het 3de kwartaal heeft een einde gemaakt aan die twijfel. Biogen slaagde er zelfs in om de prijzen in die markt te verhogen. Biogen is er in geslaagd in 2016 enkele veelbelovende producten in de markt te zetten en dat zal waarschijnlijk ook in 2017 gebeuren. Op deze markt heeft Biogen een heel sterke positie. Los daarvan blijft de ontwikkeling van de kasstroom sterk, evenals de marge-ontwikkeling en de RoE. Wij adviseren het aandeel Biogen te Kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 53,93	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 62,00	15,0%
Uitstaande aandelen	1,668 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 89,928 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 4,457 Mrd.	
ISIN	US1101221083	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	0,94	57,4	1,49	2,76%
2016	2,67	20,2	1,55	2,87%
2017^V	2,82	19,1	1,65	3,06%
2018^V	3,09	17,5	1,65	3,06%

Status	20-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Bristol-Myers Squibb (BMS) is een Amerikaans farmaceutisch bedrijf. BMS vervaardigt voorschrijfgeneesmiddelen op verschillende therapeutische gebieden, waaronder kanker, HIV / AIDS, hart- en vaatziekten, diabetes, hepatitis, reumatoïde artritis en psychiatrische stoornissen. De Groep is werkzaam via twee segmenten: Pharmaceuticals en Nutritionals. Het segment Pharmaceuticals verkoopt geregistreerde geneesmiddelen. Het segment Nutritionals verkoopt babyvoeding en overige voedingsmiddelen, waaronder de ENFAMIL productlijn. De Groep heeft hoge uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling van bijna \$ 6 miljard (ruim 35% van de totale omzet) per jaar.

Huidige ontwikkelingen

Bristol-Myers Squibb (BMS) heeft gemengde resultaten geboekt over het 4de kwartaal van 2016. De omzet kwam uit op \$ 5,24 miljard, beter dan de consensus van \$ 5,15 miljard. De nettowinst kwam uit op \$ 894 miljoen tegen een verlies een jaar eerder. De WpA bedroeg gecorrigeerd \$ 0,63 tegen een consensus van \$ 0,66. BMS verlaagde de guidance voor 2017. De gecorrigeerde WpA gaat nu uitkomen op \$ 2,70 - \$ 2,90. Eerder bedroeg de guidance \$ 2,85 - \$ 3,05. De bijstelling is het gevolg van onverwachte problemen met het kankermedicijn Opvido.

Motivatie

BMS is uitgegroeid tot een leidende partij op de markt voor oncologie. Het bedrijf is zeker tot 2020 verzekerd van bovengemiddelde verkopen en winstontwikkeling. Echter, problemen met Opvido en Yervoy hebben de vooruitzichten enigszins getemperd. BMS verwacht vlakke resultaten in 2017 en een verbetering van de winst in 2018. Activistische aandeelhouders zetten het management onder grote druk om die toezeggingen tot werkelijkheid te maken. Met een RoE van meer dan 25% voegt BMS duidelijk waarde toe. Wij adviseren het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 75,77	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 99,00	30,7%
Uitstaande aandelen	545 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 41,290 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,593 Mrd.	
ISIN	DE0005785604	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,61	29,0	0,55	0,73%
2016	2,92	25,9	0,62	0,82%
2017^V	3,42	22,2	0,73	0,96%
2018^V	3,81	19,9	0,77	1,02%

Status	20-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Het Duitse Fresenius is een mondiaal opererende aanbieder van medische behoeften en dienstverlening, zoals dialyse, ziekenhuizen en poliklinieken. Het bedrijf heeft meer dan 223.000 mensen in dienst in ongeveer 100 landen. De onderneming besteedt 4 tot 5% van de omzet aan onderzoek en ontwikkeling ofwel ruim € 1 miljard op jaarbasis.

Huidige ontwikkelingen

Fresenius heeft cijfers gepubliceerd over het 4de kwartaal van 2016 die uitkwamen aan de bovenkant van de verwachtingen. De omzet steeg met 6% naar € 7,738 miljard. EBIT ging met 11% omhoog naar € 1,235 miljard. De nettowinst steeg met 7% naar € 439 miljoen. Voor heel 2016 steeg de omzet eveneens met 6% om uit te komen op € 29,083 miljard. De nettowinst ging met 13% omhoog naar € 1,539 miljard. Voor 2017 zijn de verwachtingen hooggespannen. De omzet moet met minimaal 15% toenemen en de nettowinst zelfs met 17% - 20%.

Motivatie

Deze onderneming heeft voldoende mogelijkheden om verdere winstgevendende groei te realiseren. De sector Healthcare wordt meer gedreven door de vergrijzing dan door economische wetmatigheden. Het rendement op het geïnvesteerd vermogen is hoog, terwijl de marges royaal boven het sectorgemiddelde uitstijgen. De ambities zijn navenant hoog. In 2020 moet de omzet uitkomen tussen € 43 - € 47 miljard en de winst moet naar € 2,4 - € 2,7 miljard. Dat zijn dubbelcijferige groeiambities. Wij adviseren Fresenius te Kopen. Het aandeel heeft een plaats in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 64,49	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 78,60	21,9%
Uitstaande aandelen	1,468 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 94,646 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 13,501 Mrd.	
ISIN	US3755581036	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	12,34	5,2	1,29	2,00%
2016	9,20	7,0	1,86	2,88%
2017^V	8,24	7,8	2,10	3,26%
2018^V	7,53	8,6	2,14	3,32%

Status	20-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Gilead Sciences Inc. (Gilead) is een biofarmaceutisch bedrijf gespecialiseerd in antivirale geneesmiddelen. Het bedrijf is opgericht in 1987. Primaire aandachtsgebieden van het Bedrijf omvatten human immunodeficiency virus (HIV), leverziekten zoals chronische Hepatitis C (HCV) infectie en chronische Hepatitis B (HBV) infectie, oncologie en ontstekingen en ernstige cardiovasculaire en respiratoire aandoeningen. De jaarlijkse onderzoek- en ontwikkelingskosten zijn ca \$ 3 miljard (9,2% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

De cijfers over het 4de kwartaal 2016 waren beter dan verwacht. De omzet kwam uit op \$ 7,32 miljard tegen een consensus van \$ 7,17 miljard. De winst kwam uit op \$ 3,11 miljard met een gecorrigeerde WpA van \$ 2,70. De markt rekende op \$ 2,43. Een jaar eerder bedroeg de winst echter \$ 4,68 miljard en de gecorrigeerde WpA kwam toen uit op \$ 3,32. De teruglopende resultaten zijn het gevolg van fors mindere verkopen van belangrijke medicijnen als Harvoni en Sovaldi onder druk van concurrenten van AbbVie en Merck. Voor 2017 voorziet Gilead verkopen ter waarde van \$ 22,5 - \$ 24,5 miljard. Dat een lagere uitkomst dan bij een eerdere guidance en heeft alles te maken met de toegenomen concurrentie.

Motivatie

De beloftevolle pijplijn bij Hepatitis C kan de positie van Gilead verder versterken, maar de resultaten in 2016 en 2017 staan onder door de opmars van biosimilars en een slinkende groep cliënten. Gilead overweegt acquisities om zijn positie in Hepatitis C verder te versterken. De aandeleninkoop zal de koers de komende tijd ondersteunen, maar de onzekerheden over de toekomstige ontwikkelingen zijn hoog. Het aandeel heeft een lage waardering, maar dat is naar onze mening terecht gezien de onzekere toekomstontwikkeling. Ons advies blijft om het aandeel Gilead te Houden.

6 juni 2017

Koers	\$ 127,11	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 138,00	8,6%
Uitstaande aandelen	2,769 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 351,982 Mrd.	
Nettowinst (2016)	16,540 Mrd.	
ISIN	US4781601046	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	5,56	22,9	2,95	2,32%
2016	5,97	21,3	3,10	2,44%
2017^V	7,11	17,9	3,28	2,58%
2018^V	7,38	17,2	3,53	2,78%

Status	20-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Johnson & Johnson heeft meer dan 250 vestigingen in 60 landen over de hele wereld. Johnson & Johnson kent drie belangrijke divisies, te weten Consumer Healthcare, Medical Devices en Pharmaceuticals. De jaarlijkse uitgaven aan R&D zijn ongeveer \$ 9 miljard (12,8% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Over het 4de kwartaal 2016 heeft J&J resultaten neergezet die redelijk in lijn waren of iets beter. De omzet kwam uit \$ 18,11 miljard en dat was in lijn. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 1,58 tegen een consensus van \$ 1,56. De nettowinst bedroeg \$ 3,81 miljard. Voor 2017 verwacht J&J een omzet van \$ 74,1 - \$ 74,8 miljard. De WpA zal uitkomen op een waarde tussen \$ 6,93 - \$ 7,08. Deze guidance blijft achter bij de consensus van \$ 75,1 miljard en \$ 7,11. De resultaten worden vooral gedragen door de divisies medical devices en Farmacie. De consumentendivisie ziet weer licht gloren.

Motivatie

De vooruitzichten voor de Pharma divisie verminderen. De divisie presteert goed, maar er bestaan zorgen over de pijplijn en over biosimilar concurrentie. Het bedrijf heeft echter meer dan voldoende middelen om acquisities te doen. J&J heeft voor \$ 30 miljard het Zwitserse Actelion gekocht, een farmaceut met een heel exclusief portfolio. Actelion zal vrijwel onmiddellijk aan omzet- en winstgroei bijdragen. De acquisitie ondervangt ook de gevreesde biosimilar concurrentie en kan omzet en winst een zetje in de rug geven. Wellicht kunnen ook succesvolle herstructureringen bij Medical Devices deels de gevreesde groeivertraging van Pharma opvangen. Johnson en Johnson blijkt goed in staat stevige vrije kasstromen te genereren. Het dividendrendement ligt onder het sectorgemiddelde, maar komt in de buurt van 3%. De RoE ligt boven 24%. Het advies blijft Kopen. Het aandeel komt niet in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 84,86	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 97,00	14,3%
Uitstaande aandelen	1,401 Mrd.	
Marktkapitalisatie	118,892 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 3,538 Mrd.	
ISIN	US5850551061	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,44	34,8	1,22	1,44%
2016	2,53	33,6	1,73	2,04%
2017^V	4,58	18,5	1,91	2,25%
2018^V	4,96	17,1	1,90	2,23%

Status	20-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Medtronic is een vooraanstaand bedrijf op het gebied van medische technologie. Het ontwerpt medische apparatuur voor veel medische doeleinden. Het maakt onder meer defibrillators en pacemakers. Medtronic richt zich in de eerste plaats op ziekenhuizen. Het bedrijf richt zich ook op gezondheidsprogramma's van overheden en verzekeraars. Medtronics geeft per jaar ongeveer \$ 1,65 miljard (8,1% van de omzet) uit aan onderzoek en ontwikkeling.

Huidige ontwikkelingen

De uitkomsten over het 3de kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/2017 waren beter dan verwacht. De WpA kwam uit op \$ 1,12 tegen een consensus van \$ 1,06 miljard. De omzet steeg met 5% naar \$ 7,283 miljard tegen een consensus van \$ 7,23 miljard. De marges verbeterde met 40 basispunten naar 28,2% en alle vier divisies droegen bij aan het betere resultaat. Gecorrigeerd voor valuta-invloeden verwacht Medtronic dat de WpA in 2017 met dubbele cijfers zal groeien. De omzet groeit tussen 4% - 7% en de vrije kasstroom zal \$ 5 - \$ 6 miljard bedragen

Motivatie

Medtronic heeft een uitgebalanceerde portfolio met een aantrekkelijke pijplijn. Wij verwachten dat deze factoren er voor zullen zorg dragen dat Medtronic bovengemiddeld kan groeien in de komende jaren. Ook koopt het bedrijf eigen aandelen terug. De ontwikkeling van de vrije kasstromen gaan naar verwachting fors verbeteren. Die sterke vrije kasstromen staan garant voor een gestage verbetering van het dividendrendement en het in stand houden van inkoopprogramma's van eigen aandelen. Dat heeft een positief effect op de ontwikkeling van de winst per aandeel. Medtronic blijft actief op het overnamefront om zijn portfolio verder te versterken en ziet zijn positie in de opkomende markten snel verbeteren. Wij zijn van mening dat het aandeel van hoge kwaliteit is en defensief van karakter. Wij adviseren het aandeel te Kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	Fr. 78,55	(31/5/2017)
Koersdoel	Fr. 90,00	14,6%
Uitstaande aandelen	2,403 Mrd.	
Marktkapitalisatie	Fr. 188,756 Mrd.	
Nettowinst (2016)	Fr. 6,712 Mrd.	
ISIN	CH0012005267	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	7,12	11,0	2,70	3,44%
2016	2,79	28,1	2,83	3,60%
2017^V	4,70	16,7	2,83	3,60%
2018^V	5,20	15,1	2,98	3,79%

Status	20-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Novartis is werkzaam in drie divisies: Novartis Pharmaceuticals, Alcon Eye Care & Sandoz Generics. De divisie Pharmaceuticals omvat medicijnen voor cardiovasculaire-, neurologische-, dermatologische- en luchtwegaandoeningen. Daarnaast is de afdeling een grote speler in de oncologie en is de afdeling bezig met de ontwikkeling van cel- en gentherapie. Alcon is gespecialiseerd in oogheelkunde, tevens produceert het contactlenzen en oogdruppels. De divisie Sandoz produceert generieke farmaceutica die niet langer beschermd worden door een patent. De onderzoek en ontwikkelingskosten zijn ongeveer \$ 9 miljard (18,2% van der omzet) per jaar.

Huidige ontwikkelingen

Het Zwitserse bedrijf noteerde ook over het 4de kwartaal 2016 tegenvallende resultaten. De omzet daalde met 2% naar CHF 12,32 en de winst zakte met maar liefst 11% naar CHF 936 miljoen. De tegenvallende resultaten zijn als bij zoveel andere farmaceutische bedrijven het gevolg van de generieke concurrentie die de verkopen van het belangrijke medicijn Gleevec omlaag drukken. Ook de dure dollar werkte niet in het voordeel van Novartis. Daarvoor gecorrigeerd waren de uitkomsten vlak. Novartis maakt bekend voor een bedrag van CHF 5 miljard aan eigen aandelen te gaan terugkopen. Het moet gezien worden als een blijk van vertrouwen in de toekomst van het bedrijf. Alcon, de aankoop uit 2011 voor een bedrag van CHF 50 miljard moet waarschijnlijk alweer de deur uit.

Motivatie

Zoals zoveel farmaceuten lijdt Novartis onder de generieke concurrentie, waardoor blockbusters als het kankermedicijn Gleevec minder omzet laten zien. Met de teleurstellende adoptie van nieuwe medicijnen als Entresto en Cosentyx lijkt de periode van tegenvallers voor Novartis op de korte termijn te worden gecontinueerd. Het management voorziet pas in 2018 een echte ommekeer. Op de langere termijn lijkt het aandeel aantrekkelijk gezien de positieve ontwikkeling van de vrije kasstroom, een stabiele dividenduitkering en de lage koers-winstverhouding in relatie tot de concurrentie. Echter, naar onze mening is het nu nog te vroeg om al over te gaan op een koopadvies.

6 juni 2017

Koers	\$ 32,13	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 38,10	18,6%
Uitstaande aandelen	6,167 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 198,157 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 7,215 Mrd.	
ISIN	US7170811035	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,24	25,9	1,12	3,49%
2016	1,17	27,5	1,19	3,70%
2017^V	2,55	12,6	1,26	3,92%
2018^V	2,78	11,6	1,34	4,17%

Status	31-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Pfizer werd in 1849 opgericht. De kernactiviteiten bestaan uit het ontwikkelen, produceren en verkopen van op recept verkrijgbare medicijnen voor mens en dier. De Groep is werkzaam in twee marktsegmenten: Farmaceutica en Gezondheid van het Dier. De kosten voor onderzoek en ontwikkeling bedragen \$ 7,7 miljard (15,7% van de omzet) op jaarbasis. Pfizer wilde begin 2016 voor \$ 160 miljard met branchegenoot Allergan fuseren, maar dat is afgeblazen.

Huidige ontwikkelingen

Ook de uitkomsten over het 4de kwartaal 2016 konden beleggers amper bekoren. De omzet daalde met 3% naar \$ 13,63 miljard en de gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 0,47 tegen \$ 0,53 een jaar geleden. De winst steeg van \$ 172 miljoen een jaar eerder naar \$ 775 miljoen. Die forse winstverbetering is te danken aan een wel zeer forse boete in 2015. Ook de guidance over 2017 bleef achter bij de verwachtingen van de markt. De omzet zal uitkomen tussen \$ 52 - \$ 54 miljard, maar de markt rekent op \$ 54,03 miljard. De gecorrigeerde WpA komt uit op een waarde tussen \$ 2,50 - \$ 2,60.

Motivatie

De omzet- en winstontwikkeling staan al jaren onder druk. Pfizer staat voor een strategische uitdaging. De divisie Innovative Products presteert naar behoren, maar onvoldoende om de teruggang bij de divisie Established Products voldoende te compenseren. De huidige succesvolle medicijnen hebben bijna allemaal hun tijd gehad. De pijplijn is weliswaar gezond te noemen, maar nieuwe medicijnen komen mondjesmaat naar de markt. Pfizer is daarom op het overnamepad, vooral om zijn portefeuille met kankermedicijnen te versterken. Een beoogde overname kandidaat zou Bristol-Myers Squibb zijn. Pfizer heeft een slecht track record als het gaat om blockbusters te kopen. Overwegingen om het bedrijf op te splitsen zijn voorlopig in de koelkast gelegd. Er is met andere woorden onduidelijkheid over de te volgen koers. De huidige onzekerheden worden weerspiegeld in de waardering. Wij nemen een afwachtende houding aan. Wij adviseren het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 31,32	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 38,00	21,3%
Uitstaande aandelen	953 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 29,832 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,448 Mrd.	
ISIN	NL0000009538	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,68	46,1	0,80	2,55%
2016	1,52	20,6	0,83	2,64%
2017^V	1,78	17,6	0,87	2,78%
2018^V	1,99	15,7	0,85	2,71%

Status	24-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Philips Electronics is een gediversifieerd technologiebedrijf. De kernactiviteiten komen terug in drie divisies: Healthcare, Consumer Lifestyle en Lighting. Inmiddels ligt de focus op gezondheid en welzijn door producten en -diensten te ontwikkelen, die een leidende positie op de wereldmarkt kunnen veroveren. Het besluit is genomen, dat wereldmarktleider Lighting in de verkoop gaat. De uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling bedragen € 2,1 miljard (8% van de omzet) op jaarbasis.

Huidige ontwikkelingen

Philips zag de vergelijkbare verkopen bij zijn kernactiviteiten in de laatste maanden van 2016 met 5% oplopen. Inclusief de verzelfstandigde lichtdivisie, die nog altijd kampt met dalende verkopen, rapporteerde het bedrijf een kwartaalomzet van € 7,2 miljard. Dat betekent een groei op jaarbasis van 3%. De nettowinst kwam uit op € 640 miljoen tegen een verlies van € 39 miljoen een jaar eerder. Dat tekort werd mede veroorzaakt door eenmalige kosten die Philips maakte om pensioenrisico's af te kopen. Het bedrijfsresultaat exclusief eenmalige posten nam met bijna een vijfde toe tot € 1 miljard. Philips houdt ondanks nieuwe problemen in de VS vast aan zijn doelstellingen. De vergelijkbare omzet moet de komende drie tot vier jaar met gemiddeld 4% - 6% groeien, terwijl de marge afgezien van eenmalige posten met gemiddeld 1 procentpunt per jaar toeneemt.

Motivatie

Philips lijkt eindelijk de wind in de rug te hebben. De strategische keuze begint goed uit te pakken. Vooral Personal Health laat al enkele kwartalen mooie verbeteringen zien. Ook de vrije kasstromen beginnen weer substantieel te worden. Die bedroegen in 2016 ruim € 1 miljard. Ook de RoI verbetert fors naar 13,6%. Qua marge-ontwikkeling blijft er echter nog een en ander te wensen over. Een nadeel is ook, dat het grote belang in Lighting op de resultaten drukt. Daar staat tegenover dat het aandeel niet overdreven duur is. Het dividendrendement van meer dan 3% oogt aantrekkelijk. We geven Philips nog steeds het voordeel van de twijfel en handhaven het koopadvies. Het aandeel blijft in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	Fr. 267,60	(31/5/2017)
Koersdoel	Fr. 300,00	12,1%
Uitstaande aandelen	671 Mln.	
Marktkapitalisatie	Fr. 179,560 Mrd.	
Nettowinst (2016)	Fr. 9,576 Mrd.	
ISIN	CH0012032113	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	10,30	26,0	8,10	3,03%
2016	14,54	18,4	8,20	3,06%
2017^V	15,42	17,4	8,55	3,20%
2018^V	16,75	16,0	9,09	3,40%

Status	24-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Als innovatief bedrijf heeft Roche al in een vroeg stadium de mogelijke voordelen van biotechnologie gezien. In 2009 nam het voor een bedrag van \$ 46,8 miljard Genentech over. Sindsdien heeft het bedrijf wereldwijd een leidende positie in biotechnologie. Roche is actief in 150 landen en heeft meer dan 80.000 mensen in dienst. In 2015 zijn de R&D uitgaven CHF 9,3 miljard (19,3% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

De cijfers over 2016 bleven achter bij de verwachtingen. De omzet steeg met 5% naar CHF 50,576 miljard tegen een verwachting van CHF 50,7 miljard. Het operationeel resultaat verbeterde eveneens met 5% naar CHF 18,42 miljard. De WpA bedroeg CHF 14,54 terwijl verwacht was CHF 14,73. Voor dit jaar verwachten de Zwitsers een groei van de omzet van 4% - 7%. De farmaceutische divisie, goed voor 80% van de omzet, groeide met 5% en de diagnostische divisie met 6%.

Motivatie

Roche heeft zich recentelijk gespecialiseerd in oncologie en met succes. In de komende jaren zal Roche ook zijn basis verder verbreden. In de pijplijn zitten nu medicijnen voor vier nieuwe aandachtsgebieden, waaronder multiple sclerose en astma. Het marktpotentieel voor deze vier nieuwe aandachtsgebieden wordt geschat op CHF 50 miljard. Deze potentiële blockbusters komen dan bovenop de toch al positieve vooruitzichten voor Roche. Analisten verwachten dat tot 2020 de winst per aandeel met gemiddeld 8% zal toenemen. Een dubbelcijferige winstgroei na 2016 is mogelijk. Daarnaast ligt het dividendrendement royaal boven de 3%. Het dividend kan verder omhoog, omdat Roche zijn vrije kasstromen geleidelijk weet te verbeteren van CHF 13 miljard in 2015 naar verwacht CHF 15 miljard in 2018. Roche heeft een hoog budget voor R&D. Ons advies is om Roche te Kopen door de relatief aantrekkelijke waardering in combinatie met het toekomstperspectief. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 88,05	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 91,52	3,9%
Uitstaande aandelen	1,312 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 115,542 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 4,709 Mrd.	
ISIN	FR0000120578	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	5,64	15,6	2,93	3,33%
2016	3,59	24,5	2,96	3,36%
2017	5,69	15,5	3,07	3,49%
2018^V	6,01	14,7	3,16	3,59%

Status	31-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Franse Sanofi ontwikkelt en distribueert een breed scala aan medicijnen, vaccines en therapeutische behandelingen. Het bedrijf is aanwezig in meer dan 100 landen en heeft in 40 landen productiefaciliteiten en op 20 plaatsen R&D faciliteiten. Het bedrijf ontwikkelt medicatie voor: hart- en vaatziekten, trombose, centraal zenuwstelsel, oncologie, stofwisselingsstoornissen en interne geneeskunde. In het segment Vaccins produceert de Groep vaccins voor het behandelen van tetanus, kinkhoest, difterie, HIV/AIDS en hepatitis B. Sanofi ontwikkelt niet alleen medicijnen voor menselijk gebruik, maar doet ook onderzoek naar medicijnen voor de hond. De onderzoek en ontwikkelingskosten bedragen meer dan € 5,25 miljard (14,2% van de omzet) op jaarbasis.

Huidige ontwikkelingen

Sanofi heeft over het 4de kwartaal uitkomsten geboekt die een verder herstel van het bedrijf lieten zien. De winst steeg van € 334 miljoen een jaar eerder naar € 790 miljoen in het laatste kwart van 2016. De omzet steeg met 3% naar € 8,87 miljard. Gecorrigeerd daalde de winst 6% naar € 1,61 miljard dat was beter dan de vrees van de markt voor € 1,59 miljard. De beter winstcijfers zijn te danken aan lagere afschrijvingen en kosten. Voor 2017 verwacht Sanofi een gecorrigeerde WpA die stabiel blijft of maximaal daalt met 3%. Valuta's kunnen een positieve invloed hebben van 3% - 4%. De stabilisering van de winstgroei is vooral toe te schrijven aan generieke concurrentie en een niet al te veelbelovende pijplijn.

Motivatie

De verwachtingen voor de toekomst zijn nogal onzeker. Zo is het patent op blockbuster Lantus komen te vervallen. Wij zetten ook onze vraagtekens bij het beleid om innovatie duur in te kopen via acquisities. Bovendien heeft Sanofi enkele malen achter het net gevestigd. Het aandeel is niet duur, maar vooralsnog lijkt de margeontwikkeling weinig potentieel te hebben. Wel gaat het bedrijf voor € 3,5 miljard aan eigen aandelen terugkopen. Bovendien zijn er vergevorderde plannen om de generieke divisie af te gaan stoten. De aandelen hebben een Houdenadvies.

Consumentengoederen

Binnen deze sector zijn een aantal opvallende verschuivingen gaande die de komende jaren grote invloed zullen hebben op de producenten van consumentengoederen.

De megatrends binnen deze sector zijn:

- Technologie: ook hier doet big data zijn intreden in de vorm van analyse van consumentengedrag
- Internet: social-media (adverteren en communiceren) en on-line bestellen.
- Gezondheid & duurzaam: de groen consument is opgestaan grote belangstelling voor gezonde voeding: vers en lokaal is de wens.

We hebben de sector **overwogen** omwille van de goede en stabiele rendementen.



Wij hebben de volgende bedrijven geselecteerd: Unilever, LVMH, Heineken, Danone.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Heineken	4,48	Kopen	Groei en marges OK
Unilever	4,29	Kopen	Topper van eigen bodem met grote exposure naar Emerging Markets
Danone	3,90	Kopen	Herstel is ingetreden met meevallende cijfers
LVMH	3,22	Kopen	Goedkoopste luxegoederenproducent binnen de sector
Pernod Ricard	3,22	Kopen	Groei en rendement in orde
Diageo	3,11	Kopen	Profiteert van zwakke pond en populariteit van global brands
Adidas	3,02	Houden	Duur topmerk dat op de weg terug is
Reckitt Benckiser	2,85	Houden	Speler met 19 wereldmerken maar zeer duur
Nestle	2,77	Houden	Voldoet niet aan de eigen groei doelstellingen
Procter & Gamble	2,51	Houden	Top Household name
Nike	2,46	Houden	Marktleider in sportswear, maar twijfel over groeipotentie
Mondelez	2,23	Houden	Grootste snackproducent, maar beperkte groei buiten de VS
Coca-Cola	2,22	Houden	Groei probleem als gevolg van wijziging in de smaak
Pepsi	1,77	Houden	Groei en rendement in orde, maar al verwerkt in de koers
Colgate-Palmolive	1,26	Houden	Duur en matige groeivoorzichten
Anheuser Busch	0,56	Houden	Dalende omzet, dure overname (SABMiller)



6 juni 2017

Koers	€ 173,15	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 184,00	6,3%
Uitstaande aandelen	200 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 34,682 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,017 Mrd.	
ISIN	DE000A1EWWW0	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,03	57,1	1,60	0,92%
2016	5,08	34,1	2,00	1,16%
2017^V	6,10	28,4	2,36	1,36%
2018^V	7,30	23,7	2,83	1,63%

Status	5-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Duitse sportkledingmerk Adidas produceert en verkoopt sportartikelen onder de merknamen Adidas, Reebok, CCM en TaylorMade. Bij het concern werken ruim 50.000 mensen in meer dan 160 landen. Adidas sponsort veel clubs en teams over de hele wereld in sporten als hockey, wielrennen, voetbal, rugby en vele andere sporten.

Huidige ontwikkelingen

Adidas heeft mooie cijfers gepubliceerd over het 4de kwartaal van 2016. Er werd nog weliswaar een verlies van € 10 miljoen geleden, maar dat was een stuk minder dan het verlies van € 44 miljoen in 2015. Het was ook minder dan analisten hadden voorzien. De omzet ging omhoog van € 4,17 miljard naar € 4,69 miljard. De omzettoename was vooral te danken aan het succes van de joggingschoenen. Nog in november van 2016 had Adidas verklaard dat de groei van 2016 niet herhaald zou kunnen worden in 2017, maar niets lijkt minder waar. Adidas verwacht nu dat de omzet in het lopende jaar met 11% - 13% zal groeien en de nettowinst met 18% - 20% naar € 1,23 miljard.

Motivatie

Het lijkt er op dat Adidas op een hoger groeipad terecht is gekomen. Tot 2020 verwacht het bedrijf de omzet met gemiddeld 10% - 12% te laten groeien en de winst zelfs met 20% - 22%. Dat vertaalt zich nu in het winnen van marktaandeel in de VS op Nike en Under Armour. Echter, de positieve verwachtingen komen inmiddels ruimschoots tot uitdrukking in de waardering. Opgemerkt kan worden dat Nike duidelijk hogere marges heeft dan Adidas. Er is dus nog wel enige ruimte voor margeverbetering. Wij vinden vooralsnog het aandeel aan de dure kant. Wij adviseren Adidas te Houden.

6 juni 2017

Koers	\$ 117,17	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 118,00	0,7%
Uitstaande aandelen	1,642 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 191,621 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 1,193 Mrd.	
ISIN	BE0003793107	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	5,73	20,4	3,95	3,37%
2016	0,73	160,6	3,60	3,07%
2017^V	4,35	26,8	3,80	3,24%
2018^V	4,93	23,7	3,91	3,34%

Status	5-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Anheuser-Busch InBev is de grootste brouwerijketen ter wereld. Het concern heeft haar hoofdzetel in Leuven (België). Het bedrijf ontstond in 1988 onder de naam Interbrew uit een fusie tussen het Leuvense Artois en brouwerij Piedboeuf uit Jupille-sur-Meuse. Na een fusie met het Braziliaanse AmBev in 2004, werd het bedrijf omgedoopt in InBev. Door de overname van de grootste Amerikaanse brouwer Anheuser-Busch in 2008 ontstond de grootste brouwerij ter wereld.

Huidige ontwikkelingen

Het zijn moeilijke tijden voor Anheuser-Busch. Dat sprak ook uit de resultaten over het 4de kwartaal. Voor het 7de kwartaal op rij bleven die achter bij de verwachtingen. De omzet bleef steken op \$ 14,2 miljard. Het gecorrigeerde EBITDA kwam uit op \$ 5,25 miljard, een daling van 3,6%. Consensus was uitgegaan van \$ 5,64 miljard. De WpA bedroeg \$ 0,43 tegen een verwachting van \$ 0,60. Wel verhoogde AbInbev de mogelijke kostenbesparingen vanwege de overname van SABMiller met \$ 350 miljoen naar \$ 2,8 miljard over een periode van drie jaar. Sommige analisten waren echter uitgegaan van een verhoging van de besparingen met een bedrag van \$ 600 miljoen. AbInbev gaat ervan uit dat de groei in 2017 zal terugkeren. Dat zou dan vooral te danken zijn aan een herstel van de koopkracht in de o zo belangrijke Braziliaanse markt.

Motivatie

Met de grote overname van concurrent SABMiller voor een bedrag van \$106 miljard zal ABInbev vrijwel overal ter wereld aanwezig zijn, ook op de snel groeiende Afrikaanse biermarkt. Het verder snijden in de kosten zal een belangrijke bijdrage leveren aan de winstgroei. Dat neemt niet weg, dat de onzekerheid op de belangrijke afzetmarkten groot blijft, terwijl de kosten voor een hectoliter bier licht blijven stijgen. AbInbev heeft een aantrekkelijke kasstroom, waardoor de waardering aan de hoge kant is. Het dividendrendement van ruim 3% compenseert de hoge waardering niet. Het aandeel heeft een Houden advies.

6 juni 2017

Koers	\$ 45,43	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 45,00	-0,9%
Uitstaande aandelen	4,313 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 195,938 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 6,527 Mrd.	
ISIN	US1912161007	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,69	26,9	1,32	2,91%
2016	1,51	30,0	1,37	3,02%
2017^V	1,89	24,0	1,47	3,24%
2018^V	1,95	23,3	1,61	3,54%

Status	15-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

The Coca-Cola Company is vooral een internationale frisdrankproducent. Het bedrijf is het bekendst om zijn hoofdproduct Coca-Cola, maar dringt steeds meer door in voedselsectoren. De naam Coca-Cola geldt als één van de meest waardevolle merknamen ter wereld.

Huidige ontwikkelingen

Coca-Cola heeft cijfers gepubliceerd over het 4de kwartaal 2016 die beter waren dan verwacht. De omzet kwam uit op \$ 9,41 miljard. Consensus ging uit van \$ 9,1 miljard. Het was overigens wel een daling van 6%. Over het hele jaar daalde de omzet met 5%. De gecorrigeerde WpA kwam uit op \$ 0,37 tegen een consensus van \$ 0,36. De nettowinst kwam uit op \$ 550 miljoen. Organisch groeide de omzet over het hele jaar met 3% en 6% in het laatste kwartaal. Coca-Cola is terughoudend over 2017. De WpA zal 1% - 4% lager uitkomen dan de WpA van \$ 1,91 over 2016. Analisten waren uitgegaan van \$ 1,97. De mindere vooruitzichten zijn het gevolg van het proces van afslanking dat Coca-Cola doormaakt om zo de kosten structureel te verlagen. Alle bottelarijen gaan de deur uit.

Motivatie

Coca-Cola verkeert nog steeds in een fase van consolidatie. Coca-Cola heeft tot dusverre geen sluitende oplossing gevonden voor de veranderende smaak van de consument en heeft derhalve problemen om te groeien. Ook met de marge-ontwikkeling wil het niet echt lukken, waarbij de aanhoudende valutaire tegenwind niet helpt. Tenslotte heeft Coca-Cola moeite zijn vrije kasstroom te laten groeien. Het aandeel heeft traditiegetrouw een hoge waardering. Wij adviseren het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	\$ 76,09	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 74,00	-2,7%
Uitstaande aandelen	889 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 67,644 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 2,441 Mrd.	
ISIN	US1941621039	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,54	49,4	1,60	2,10%
2016	2,75	27,7	1,58	2,08%
2017v	2,91	26,1	1,65	2,17%
2018^V	3,18	23,9	1,72	2,26%

Status	5-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

In 1928 ging de zeep-, kaarsen- en tandpastafabriek William Colgate samen met de Palmolive Company tot de Colgate-Palmolive-Peet-Company. Het bedrijf is actief in meer dan 200 landen waarbij 70% van haar omzet buiten de VS wordt gerealiseerd.

Huidige ontwikkelingen

Ook het resultaat over het 4de kwartaal stelde beleggers teleur. De omzet daalde met 4,5% naar \$ 3,7 miljard. Analisten hadden gedacht aan \$ 3,9 miljard. Gecorrigeerd voor valuta's groeide de omzet met 1,5%, maar analisten waren in dit geval uitgegaan van een groei van 4,7%. Het was het zwakste resultaat sinds het begin van 2011. Colgate noteerde wel een winst van \$ 606 miljoen tegen een verlies van \$ 458 miljoen in 2015. De gecorrigeerde WpA bedroeg \$ 0,75 en dat was in lijn. De verwachtingen voor 2017 zijn bepaald niet hooggespannen. Omzet en winst zullen groeien met 2% - 5%.

Motivatie

Het begint er naar uit te zien, dat de sector, waarin Colgate een rol speelt, fundamentele veranderingen gaat doormaken. De gevolgen daarvan zijn onder meer dat marges onder druk komen. Het wordt door veranderende marktomstandigheden en consumentenvoorkeuren lastig om omzet en winst in een behoorlijk tempo te laten stijgen. Bovendien lossen de Opkomende Markten hun beloftes niet (meer) in. De sector heeft nog geen antwoord op de nieuwe omstandigheden gevonden en beperkt zich voorlopig tot het snijden in de kosten. Voor de belegger is het belangrijk te beseffen dat de voorspelbaarheid van de sector waarschijnlijk gaat verdwijnen. Wij adviseren het aandeel te Houden



6 juni 2017

Koers	€ 66,89	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 84,00	25,6%
Uitstaande aandelen	616 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 41,204 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,720 Mrd.	
ISIN	FR0000120644	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,73	24,5	1,60	2,39%
2016	2,79	24,0	1,70	2,54%
2017^V	3,46	19,3	1,78	2,66%
2018^V	3,96	16,9	2,02	3,02%

Status	5-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Groupe Danone is een internationaal voedselproducerend bedrijf, gevestigd in Frankrijk. Het bedrijf is gespecialiseerd in zuivelproducten en is vooral bekend om zijn yoghurt. Danone voert merken als Actimel, Activia, Aqua, Danone, Evian, Volvic en Nutrilon. Danone telt vier divisies: Zuivel, Water, Babyvoeding en Medische voeding.

Huidige ontwikkelingen

De uitkomsten over heel 2016 leveren voor Danone een gemengd beeld op. De winst steeg met 34% naar € 1,72 miljard, maar de omzetgroei stagneerde en bleef steken bij € 21,94 miljard. De zogeheten like-for-like sales bedroeg 2,9% tegen 4,4% in 2015. Het was de laagste groei in meer dan 20 jaar. De tegenvallende ontwikkeling is het gevolg van grote prijsdruk in Europa en problemen in China die maar niet willen weggaan. Ook het lopende jaar zal waarschijnlijk een moeilijk jaar blijven, denkt het management. Daarom denkt Danone, dat de groei van de WpA tot 5% beperkt zal blijven, de laagste groei in 3 jaar. Danone gaat opnieuw het mes in de kosten zetten en gaat tot 2020 € 1 miljard bezuinigen. Over het 4de kwartaal daalde de omzet van € 5,38 miljard naar € 5,36 miljard

Motivatie

De Fransen hebben een nieuwe route naar 2020 uitgestippeld. De groei moet naar 5% op een like-for-like basis. Of dat haalbaar is zal volgens het management afhangen van het sluiten van de overname van WhiteWave Foods. Door deze overname zal Danone marktleider worden in het segment organic foods and drinks. De deal zal waarschijnlijk dit kwartaal afgerond worden, waarna Danone met een nieuwe guidance naar buiten zal komen. De verwachtingen over WhiteWave zijn hooggespannen. Een positieve impuls van de overname is hoogst welkom nu Danone moeite heeft om de groei van de belangrijke Fresh Dairy divisie op pijl te houden. In afwachting van de nieuwe guidance behouden we het vertrouwen en blijft het Koopadvies gehandhaafd. Het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	£23,38	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 26,00	11,2%
Uitstaande aandelen	2,754 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 64,375 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 2,362 Mrd.	
ISIN	GB0002374006	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	0,95	24,6	0,56	2,41%
2016	0,86	27,3	0,59	2,52%
2017^V	1,05	22,2	0,62	2,65%
2018^V	1,15	20,3	0,66	2,83%

Status	15-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Diageo is wereldwijd producent en verkoper van bieren en gedestilleerde dranken. Bij het concern werken zo'n 28.000 medewerkers. Diageo is in 1997 ontstaan na een fusie tussen Guinness plc en Grand Metropolitan plc. De naam Diageo is ontstaan uit het Latijnse woord "dies" (dag) en het Griekse woord "geo" (wereld). Hiermee geeft het bedrijf aan dat iedere dag en op elke plek ter wereld van hun dranken genoten kan worden. Het concern verkoopt bekende merknamen als Johnnie Walker, Smirnoff, Baileys, Guinness en Ketel Een Vodka.

Huidige ontwikkelingen

Diageo heeft mooie cijfers gepresenteerd over het eerste halfjaar 2016/17, dat eindigde op 31 december 2016. De organische omzetgroei verbeterde met 4,4% tot GBP 6,42 miljard, terwijl het operationeel resultaat eveneens met 4,4% verbeterde naar GBP 2,1 miljard. Analisten hadden gerekend op een organische omzetgroei van 3,4% en een organische groei van het operationeel resultaat met 2,2%. De mooie resultaten zijn vooral te danken aan het zwakke pond, waardoor de resultaten in de belangrijke markt van Noord Amerika sterk verbeterde. Dat deel van de wereld genereert ongeveer eenderde van de omzet en de helft van EBITDA. De valutarische meewind mag niet onderschat worden. Over heel 2016/17 kan die meewind de omzet met GBP 1,4 miljard verhogen en de winst met GBP 420 miljoen.

Motivatie

Er lijkt een einde gekomen aan drie jaren van afnemende organische omzetgroei en operationele winstgroei. Hoewel het management de guidance voor heel 2016/17 niet heeft verlaagd, rekent het erop dat de doelstelling van een organische groei van 4% - 7% gemakkelijk gehaald wordt. Tot 2019 moet bovendien de operationele marge jaarlijks met een procentpunt verbeteren, ook dat lijkt haalbaar. Diageo profiteert niet alleen van het zwakke pond, maar tegelijkertijd van de groeiende vraag naar zijn global brands, zoals Johnny Walker whiskey en Smirnoff Vodka. Diageo is hiermee een turnaround verhaal. Het aandeel is gemiddeld geprijsd in combinatie met een geleidelijk oplopend dividendrendement. Het aandeel krijgt een Koopadvies, maar komt niet in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 87,24	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 100,00	14,6%
Uitstaande aandelen	576 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 50,250 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 779 Mln.	
ISIN	NL0000009165	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,56	24,5	1,30	1,49%
2016	1,35	64,5	1,34	1,54%
2017^V	3,94	22,1	1,46	1,67%
2018^V	4,29	20,3	1,58	1,81%

Status	5-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Heineken is een Nederlandse multinational in de bier- en drankensector en is wereldwijd actief. Heineken behoort tot de grootste brouwerijen van de wereld, na o.a. het Amerikaans-Belgische Anheuser-Busch InBev en het van oorsprong Zuid-Afrikaanse SABMiller. De productie vindt plaats in meer dan 100 brouwerijen verdeeld over een 70-tal landen. Daarnaast opereert Heineken via exportactiviteiten en licentiepartners. Ruim de helft van de afzet vindt plaats in Europa.

Huidige ontwikkelingen

Brouwer Heineken maakte in 2016 weer meer winst op een hogere omzet. Met name in Mexico en Vietnam wist het bedrijf de bierverkopen op te voeren, maar ook in andere markten won Heineken aan populariteit. Heineken voerde de bierverkopen afgelopen jaar met 3% op naar ruim 200 miljoen hectoliter. De omzet steeg daarbij naar 20,8 miljard euro, tegen 20,5 miljard euro een jaar eerder. Op eigen kracht werd een plus van 4,8% gerealiseerd. De nettowinst bedroeg € 779 miljoen. Voor 2017 voorziet Heineken verdere omzet- en winstgroei, geholpen ook door voorgestelde overnames in Brazilië en het Verenigd Koninkrijk.

Motivatie

De valutarische tegenwind ten spijt gaat het Heineken voor de wind. Dat is te danken aan de sterke groeiemarkten Mexico en Asia Pacific. Die groeiemarkten zijn nu al goed voor 25% van sales en 35% van de winst. Dankzij die snelle groeiers gaan ook de marges omhoog. Het gaat minder in Afrika en Oost-Europa, maar het is mogelijk dat er in 2017 enige stabilisatie optreedt. Het aandeel is relatief redelijk geprijsd en goedkoper dan ABInBev dat bovendien in 2017 heel druk zal zijn met de integratie van SABMiller. Wij adviseren Heineken te kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 227,85	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 260,00	14,1%
Uitstaande aandelen	503 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 114,609 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 3,981 Mrd.	
ISIN	FR0000121014	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	7,09	32,1	3,55	1,56%
2016	7,91	28,8	4,00	1,76%
2017^V	9,07	25,1	4,44	1,95%
2018^V	9,98	22,8	4,83	2,12%

Status	5-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

LVMH, Louis Vuitton Moët Hennessy, is de grootste aanbieder van luxe producten ter wereld en is een zeer gediversifieerde onderneming. Het bedrijf produceert en verkoopt luxe goederen als champagne (Moët & Chandon, Dom Pérignon), cognac (Hennessy), parfum (Dior, Guerlain, Givenchy), cosmetica (Make Up For Ever), horloges (TAG Heuer, Hublot) en sieraden (Bulgari). Op de diverse markten voor luxe goederen behaalt LVMH een omzet van ruim € 35 miljard en telt ruim 120.000 medewerkers.

Huidige ontwikkelingen

Na jaren van tegenvallende groei lijkt de weg omhoog weer gevonden. Het 4de kwartaal was gewoon goed. De omzet groeide met 9% naar € 11,3 miljard. Over heel 2016 ging de omzet organisch met 6% omhoog naar € 37,6 miljard. Het operationeel resultaat verbeterde organisch met 6%, om uit te komen op € 7 miljard. De goede prestaties werden gestuwd door het herstel van de belangrijke divisie Fashion & Leather, die in de tweede helft van het jaar weer de wind in de zeilen kreeg. Ook de divisie Wine & Spirits noteerde met 7% een stevige plus. LVMH ziet geen reden waarom 2017 slechter zou zijn dan 2016.

Motivatie

Het ziet er naar uit dat de sector Luxe een periode van crisis en mindere resultaten achter de rug heeft. De negatieve gevolgen van de terroristische aanslagen ebben weg. Belangrijker is echter de comeback van de Chinese consument na jaren van afwezigheid. Wel is het zo, dat de jaren van uitbundige groei voorgoed voorbij zijn. De sector zal zich tevreden moeten stellen met een omzetgroei van 2% - 4% voor de komende jaren. LVMH is hierop vooruit gelopen door in de afgelopen periode mindere merken de deur uit te doen en het heeft geïnvesteerd in zijn digitale aanwezigheid. Dat is de komende jaren een aanjager van verkopen. LVMH is gemiddeld geprijsd en biedt een redelijk dividendrendement. Wij handhaven het Koopadvies. Het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 46,36	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 48,50	4,6%
Uitstaande aandelen	1,544 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 71,599 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 1,659 Mrd.	
ISIN	US6092071058	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,51	10,3	0,63	1,35%
2016	1,07	43,2	0,69	1,48%
2017^V	2,11	22,0	0,77	1,66%
2018^V	2,33	19,9	0,82	1,76%

Status	12-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Mondelez International is producent van biscuits, chocolade, kauwgum en snacks met bekende merken als LU, Nabisco, Milka, Oreo, Jacobs koffie en Stimorol. Deze onderneming is in 2012 afgesplitst van het toenmalige Kraft Foods. In Mondelez zijn alle snacks van het voormalige Kraft ondergebracht. Er werken ruim 100.000 medewerkers.

Huidige ontwikkelingen

Ook het 4de kwartaal was geen gemakkelijk. De omzet daalde met 8,1% naar \$ 6,77 miljard. Consensus ging uit van een daling van 6,4% naar \$ 6,89 miljard. De daling was enerzijds te wijten aan de dure dollar en anderzijds aan het wegvallen van de omzet uit Venezuela. Daarvoor gecorrigeerd resteerde er een stijging van 0,6% van de omzet. De WpA verdubbelde naar \$ 0,06. In 2015 moest Mondelez grote reserveringen doen voor het deconsolideren van Venezuela. Daarvoor gecorrigeerd ging de WpA met 12% omhoog naar \$ 0,47. Voor 2017 verwacht Mondelez een omzetgroei van 1% en een gecorrigeerde groei van de WpA met dubbele cijfers. De marge moet omhoog naar 16,5% tegen 15,3% in 2016.

Motivatie

Evenals de rest van de sector heeft Mondelez problemen om de omzet te laten groeien. Voorlopig kiest het ervoor nieuwe producten te introduceren in plaats van het doen van acquisities. Mondelez heeft ondanks alle inspanningen om de kosten te verlagen lagere marges dan de concurrentie. Het ligt dus onder vuur van activisten om de prestaties te verbeteren. Door de achterblijvende prestaties groeien de geruchten dat het een overnamedoel van 3G zou kunnen worden, die eerder Kraft-Heinz reorganiseerde. Het overnamegerucht is voldoende reden om het Houdenadvies op Mondelez in stand te houden.

6 juni 2017

Koers	Fr. 81,00	(31/5/2017)
Koersdoel	Fr. 83,00	2,5%
Uitstaande aandelen	3,091 Mrd.	
Marktkapitalisatie	Fr. 255,780 Mrd.	
Nettowinst (2016)	Fr. 8,531 Mrd.	
ISIN	CH0038863350	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	2,84	29,1	2,25	2,78%
2016	2,76	30,0	2,32	2,86%
2017	3,52	23,5	2,43	3,00%
2018	3,77	21,9	2,53	3,12%

Status	12-4-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De Nestlé groep is één van de grootste voedingsmiddelen concerns ter wereld met een jaaromzet van ruim CHF 90 miljard. De onderneming levert A-merken aan consumenten en hun huisdieren evenals diverse Farmaceutica. Nestlé kent een 7-tal hoofdactiviteiten: dranken (waaronder koffie en Nespresso), kant-en-klaar producten, maaltijdoplossingen, melkproducten, diervoeding, chocolade en snoep en farmaceutica. Nestlé bestaat ongeveer 150 jaar en er werken zo'n 340.000 mensen in circa 200 landen. Bekende merknamen van Nestlé zijn Maggi, KitKat, Perrier, Nesquik, Smarties, Nescafé en Buitoni en voor huisdieren: Felix, Purina en Gourmet.

Huidige ontwikkelingen

Het proces van groeivertraging zette ook door in het 4de kwartaal van 2016. Het operationeel resultaat verbeterde met 3,2% naar CHF 13,7 miljard, terwijl consensus uitging van CHF 13,7 miljard. In 2015 bedroeg die groei nog 4,2% en Nestlé zelf was uitgegaan van 3,5%. Ook de omzet groeide met 3,2%. Dat is fors minder dan de doelstelling van 5% - 6%. Voor het lopende jaar, 2017, verwacht Nestlé een groei van het operationeel resultaat tussen 2% - 4%. Om de groei weer meer vaart te geven, gaat Nestlé fors in de kosten snijden. In 2016 bedroegen de besparingen CHF 300 miljoen. Voor 2017 mikt de leiding op CHF 500 miljoen. Vanwege deze inspanningen verwacht Nestlé een nagenoeg gelijkblijvende operationele marge.

Motivatie

Nestlé heeft structurele problemen. Het bedrijf heeft traditiegetrouw een zeer groot marktaandeel in bepaalde sectoren, zoals koffie en pet food. Door onder meer technologische ontwikkelingen worden zogeheten entry barriers verlaagd. De toegenomen concurrentie zet de winstgevendheid onder enige druk met een achterblijvende omzetontwikkeling. Een belangrijk deel (ongeveer 45% van de winst) zou kwetsbaar zijn voor nieuwe concurrentie en disruptieve technology. Het antwoord van Nestlé is producten ontwikkelen met een hoge toegevoegde waarde. Het accent verschuift van voedingsproducten met een lage toegevoegde waarde naar gezondheids- en medicinale producten met een hoge toegevoegde waarde. Deze transformatie kost echter tijd en geld. Een achterblijvende omzet- en winstontwikkeling rechtvaardigen naar onze mening geenszins de huidige waardering. Een dividendrendement van ruim 3% doet daar weinig aan af. Wij adviseren een Houden advies.



6 juni 2017

Koers	\$ 52,92	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 62,00	17,2%
Uitstaande aandelen	1,659 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 87,794 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 3,760 Mrd.	
ISIN	US6541061031	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,91	27,7	0,54	1,02%
2016	2,27	23,3	0,62	1,16%
2017^V	2,41	22,0	0,69	1,30%
2018^V	2,57	20,6	0,78	1,47%

Status	5-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De onderneming werd in 1962 opgericht onder Blue Ribbon Sports en veranderde haar naam in de jaren 70 in Nike, naar de Griekse godin van de overwinning. Nike ontwikkelt, ontwerpt en verkoopt sportschoenen, kleding, accessoires en apparatuur. Verkoop vindt plaats in haar eigen winkels, sportwinkels, speciaalzaken (sport, atletiek, lifestyle) en de laatste jaren direct aan de consument via internet. Het bedrijf telt wereldwijd zo'n 60.000 medewerkers.

Huidige ontwikkelingen

Nike heeft een goed 2de kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 achter de rug. De omzet steeg 6% naar \$ 8,18 miljard waar op \$ 8,09 miljard was gerekend. De WpA kwam uit op \$ 0,50 en dat was beter dan de consensus van \$ 0,43. De hogere WpA was deels toe te schrijven aan lagere kosten en minder uitstaande aandelen. Het bedrijf kocht in het afgelopen kwartaal voor \$ 900 miljoen eigen aandelen terug. Door de fiscale tegenwind staan de marges echter onder druk. De dure dollar eet de prijsverhogingen op. Voor het hele fiscale jaar verwacht Nike een omzetgroei van 5% - 9%. Mogelijk verontrustend is, dat de toekomstige orders slechts een groei laten zien van 2% en in de VS zelfs een krimp van 4%.

Motivatie

Nike heeft als doelstelling om jaarlijks de omzet te laten groeien met minimaal 6%-7% met een winstgroei van minimaal het dubbele. Het beleid is gericht op kostenbeheersing en regelmatige prijsverhogingen. Over de afgelopen 10 jaar heeft Nike ca. \$ 15 miljard aan beleggers terug gegeven in de vorm van terugkoop eigen aandelen. Deze trends zullen naar verwachting de komende jaren gewoon doorgaan. Verder investeert Nike in initiatieven met een hogere toegevoegde waarde, zoals een direct-to-the-customer platform. Geleidelijk aan groeien twijfels of Nike zijn doelstellingen kan blijven waarmaken. De concurrentie in de vorm van Under Armour en Adidas neemt sterk toe. Ook lijkt de joggingrage over zijn hoogtepunt heen. Op de beurs is Nike al een heel jaar een achterblijver. Wij halen daarom het koopadvies van het aandeel af en kiezen voor Houden.

6 juni 2017

Koers	\$ 118,01	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 118,00	0,0%
Uitstaande aandelen	1,401 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 165,332 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 6,329 Mrd.	
ISIN	US7134481081	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	3,71	31,8	2,76	2,34%
2016	4,52	26,1	2,92	2,47%
2017^V	5,19	22,7	3,13	2,65%
2018^V	5,53	21,3	3,13	2,65%

Status	15-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

PepsiCo is een multinational op gebied van voeding en drank. Het bedrijf produceert en verkoopt dranken met en zonder koolzuur, zoutjes, zoetwaren en snacks. Bekende merken zijn Pepsi, 7Up, Gatorade, Quaker Cruesli, Cheetos, Dorito's en Lay's chips. Het bedrijf heeft zo'n 270.000 mensen in dienst.

Huidige ontwikkelingen

PepsiCo heeft een redelijk goed 4de kwartaal 2016 achter de rug. De WpA kwam uit op \$ 1,20 tegen een consensus van \$ 1,16. De omzet ging met 5% omhoog en kwam uit op \$ 19,5 miljard. In de afgelopen jaren heeft PepsiCo met succes gewerkt aan het verbeteren van de kwaliteit van zijn producten. Ongeveer 45% van de omzet komt uit zogeheten gezonde producten. Dat is belangrijk, omdat ook de traditionele klant zich meer en meer afwendt van bijvoorbeeld suikerrijke drankjes. PepsiCo richt zich op minder suiker, minder zout en minder vet. Ondanks dat zijn de verwachtingen voor heel 2017 licht teleurstellend.

Motivatie

Een kracht van PepsiCo is zijn productvernieuwing waardoor het bedrijf erin slaagt om aansluiting te vinden bij wijzigende consumentenvoorkeuren. Het bedrijf investeert eveneens fors in advertenties en marketing. Op deze manier wil PepsiCo over een langere periode een gemiddelde winstgroei tussen 7% - 9% behalen. De waardering lijkt hier al rekening mee te houden naar onze mening. Wij adviseren PepsiCo te Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 120,50	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 133,00	10,4%
Uitstaande aandelen	265 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 31,933 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,235 Mrd.	
ISIN	FR0000120693	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,83	31,5	1,80	1,49%
2016	4,66	25,9	1,88	1,56%
2017^V	5,63	21,4	2,03	1,68%
2018^V	6,08	19,8	2,17	1,80%

Status	5-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Pernod-Ricard produceert sterke drank (gedistilleerd) en wijnen. Het bedrijf is ontstaan uit de fusie tussen Pernod en Ricard in de jaren zeventig van de vorige eeuw. Bekende merken zijn Chivas Regal, Ballantines, Martell, Jameson, Malibu, Glenlivet, Havana Club en Kahlúa.

Huidige ontwikkelingen

De verbetering van de resultaten is ook af te lezen aan de uitkomsten over het 1ste halfjaar van het gebroken boekjaar 2016/17. De winst uit de zogeheten recurring operations steeg met 4% naar € 1,5 miljard. Analisten hadden € 1,47 miljard verwacht. De omzet nam ook met 4% toe en kwam uit op € 5,06 miljard. De markt ging uit van € 5,02 miljard. Ook de cijfers over het tweede kwartaal vielen niet tegen. De omzet groeide met 4% tegen een verwachting van 3,2%. Goede cijfers uit de VS en China compenseerden royaal mindere cijfers uit India en Europa. Ondanks die mindere resultaten en de onzekere economische en politieke omgeving handhaaft de drankenverkoper zijn guidance van een groei van de winst uit recurring operations van 2% - 4%.

Motivatie

Na jaren van kwakkelen lijken er betere tijden aan te breken. De kasstromen beginnen eindelijk te verbeteren en de schuldenafbouw begint serieuze vormen aan te nemen. De vrije kasstromen zullen komende jaren met gemiddeld meer dan 5% groeien. De komende jaren zal de winstgevendheid verder toenemen en zal de balans meer op orde gebracht worden. Ondanks al die voorspoedige trends doet Pernod-Ricard nog steeds een discount ten opzichte van de sector en ten opzichte van concurrent Diageo. We handhaven daarom het Koopadvies.

6 juni 2017

Koers	\$ 87,40	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 94,10	7,7%
Uitstaande aandelen	2,668 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 233,183 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 10,508 Mrd.	
ISIN	US7427181091	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	2,59	33,7	2,59	2,96%
2016	3,94	22,2	2,65	3,03%
2017^V	3,86	22,6	2,74	3,14%
2018^V	4,14	21,1	2,88	3,30%

Status	15-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De Procter & Gamble Company produceert en verkoopt allerlei consumentenproducten over diverse segmenten als Schoonheid, Verzorging, Gezondheidszorg, Snacks, Koffie, Dierverzorging, Stoffen- en Interieurverzorging. Grote merknamen uit hun assortiment zijn Ariel, Gillette, Head & Shoulders, Olay, Swiffer, Oral B, Vicks en Pampers. Het bedrijf is ontstaan in 1837 toen twee emigranten een samenwerking begonnen. Dit waren de Engelsman William Procter en de Ier James Gamble. Het is nu één van de grootste bedrijven in consumentengoederen en telt zo'n 110.000 medewerkers.

Huidige ontwikkelingen

Het ziet er naar uit dat P&G een draai ten goede aan het maken is. In het 4de kwartaal 2016 daalde de omzet met 0,3%, maar organisch liet de omzet een groei zien van 2%. De omzet van \$ 16,9 miljard was beter dan de consensus van \$ 16,8 miljard. De WpA kwam uit op \$ 1,08 en dat was ook beter dan de consensus van \$ 1,06. De beter dan verwachte winstcijfers zijn te danken aan het groeiend vermogen van P&G om klanten een premie te laten betalen voor zijn producten. Dat is een belangrijke conclusie in een tijd van economische verbetering. Voor heel 2017 voorziet P&G een geschoonde WpA groei tussen 4% - 7% en een organische omzetgroei van 3%. Eerder was de voorspelling een organische groei van 2%.

Motivatie

Procter & Gamble gold jaren als het toonbeeld van een defensief aandeel. Groei is niet langer vanzelfsprekend, terwijl de waardering behoorlijk hoog is. P&G heeft jarenlang moeten investeren in nieuwe producten en heeft forse bezuinigingen doorgevoerd. De eerste resultaten van al die inspanningen beginnen zichtbaar te worden. Tegelijkertijd blijven de problemen groot in de vorm van ongunstige valuta's, nieuwe concurrentie en wereldwijd een teleurstellende ontwikkeling van de vraag. Daarbij komt nog dat het aandeel aan de prijs is. Het is wachten op betere tijden ondanks een toch wel aantrekkelijk dividend. Wij adviseren P&G te Houden.

6 juni 2017

Koers	£ 79,82	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 79,00	-1,0%
Uitstaande aandelen	704 Mln.	
Marktkapitalisatie	£ 56,193 Mrd.	
Nettowinst (2016)	£ 1,832 Mrd.	
ISIN	GB00B24CGK77	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	2,45	32,6	1,39	1,74%
2016	2,60	30,7	1,43	1,80%
2017^V	3,35	23,8	1,56	1,95%
2018	3,62	22,0	1,85	2,32%

Status	5-3-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Reckitt Benckiser legt zich toe op de productie en distributie van producten voor de gezondheid en hygiëne. Het bedrijf is in 1999 ontstaan uit een fusie tussen het Britse Reckitt & Colman en het Duitse Benckiser en is wereldwijd actief in meer dan 60 landen met 35.000 medewerkers. Bekende merken zijn Harpic, Calgon, Finish en Clearasil.

Huidige ontwikkelingen

Zoals zoveel producenten van consumentengoederen heeft ook Reckitt Benckisher problemen om de omzet te laten groeien. Organisch daalde het operationeel resultaat over heel 2016 met 3% naar GBP 2,4 miljard. De nettowinst daalde met 5% naar GBP 1,8 miljard. De omzet ging met 2% omhoog naar GBP 9,9 miljard. Het management is voorzichtig als het gaat om 2017. Op een like-for-like basis zal de omzet met 3% toenemen en zal er een gematigde margeverbetering zijn.

Motivatie

Reckitt Benckiser heeft voor \$ 17,9 miljard Mead Johnson gekocht. Dat is een producent van babyvoeding. Dankzij deze overname krijgt Reckitt een stevige positie in de opkomende markten. Ongeveer 40% van de omzet zal voortaan uit deze regio's komen. Tot nu leunt Reckitt te zwaar op West-Europa en de Verenigde Staten. Het verkopen van babyvoeding/melk is wel een wezensvreemde activiteit voor Reckitt. Het management claimt dat vanaf jaar één de overname zal bijdragen aan de WpA. Daar staat tegenover dat de RoE maar liefst vijf jaar zal achterblijven bij de cost of capital. Dat zou eigenlijk maar drie jaren het geval mogen zijn. Ook neemt de schuld met \$ 16 miljard toe waardoor de kredietwaardigheid in het gedrang komt. Het bedrijf voegt de komende jaren geen waarde toe. Dat maakt ons voorzichtig. Het Houdenadvies blijft gehandhaafd.



6 juni 2017

Koers	€ 50,72	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 57,00	12,4%
Uitstaande aandelen	2,839 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 143,994 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 5,184 Mrd.	
ISIN	NL0000009355	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	1,64	30,9	1,19	2,35%
2016	1,83	27,8	1,28	2,52%
2017^V	2,06	24,6	1,37	2,70%
2018^V	2,27	22,3	1,51	2,98%

Status	5-3-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Unilever is een multinationale onderneming op het gebied van voedingsmiddelen, persoonlijke verzorging en schoonmaakartikelen. Bij het bedrijf werken zo'n 170.000 mensen in meer dan 180 landen. Unilever is actief in veertien productgebieden en in ongeveer de helft daarvan is het bedrijf wereldwijd marktleider. Meer dan 50% van de activiteiten vindt plaats in opkomende markten. Enkele bekende merknamen: Axe, Beel, Blue Band, Dove, Knorr en Lipton.

Huidige ontwikkelingen

Unilever boekte over het 4de kwartaal 2016 onderliggende omzetgroei van 2,2%, waar analisten in doorsnee rekenden op een plus van 2,6%. De groei was bovendien aanzienlijk zwakker dan in de voorgaande maanden. In heel 2016 gingen de verkopen met 3,7% vooruit. Unilever waarschuwde dat die lijn dit kwartaal doorzet. Pas in de loop van 2017 voorziet het concern weer herstel. Unilever boekte vorig jaar in totaal een omzet van € 52,7 miljard. Dat was 1% minder dan in 2015. De nettowinst van het concern steeg met 5,5% naar € 5,2 miljard. De operationele winst verbeterde met bijna 4% naar € 7,8 miljard. In Europa bleef groei grotendeels uit, onder meer omdat de prijzen in veel landen sterk onder druk staan. In de VS trok de groei afgelopen jaar aan.

Motivatie

Het verslaan van de concurrentie is ook dit jaar het belangrijkste doel van het concern. Dat moet uiteindelijk leiden tot een toename van de verkopen met 3% - 5%. De winstgevendheid van het bedrijf neemt in 2017 daarbij verder toe. Veel zal daarbij afhangen van de gang van zaken in de opkomende markten, waar Unilever het leeuwendeel van zijn omzet en winst behaalt. Op de langere termijn blijven de vooruitzichten daar goed, maar voor de korte termijn stuit Unilever daar op onverwachte problemen. In Brazilië kampt het concern met de aanhoudende economische crisis, terwijl in India het ongeldig verklaren van veelgebruikte bankbiljetten voor grote problemen zorgt. Een gezonde vrije kasstroom van € 4,8 miljard stelt Unilever in staat zijn productportefeuille aan te passen aan de eisen van deze tijd. Een aantrekkelijk dividend maakt het wachten wat gemakkelijker. Het advies blijft kopen en het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

Detailhandel

De detailhandel staat onder grote druk door veranderend consumentengedrag en een vermindering van het netto besteedbaar inkomen.

De volgende trends zien wij in de retail:

- Convergentie van kanalen: consument is te allen tijde overal bereikbaar en verwacht dat ook van zijn leveranciers
- Technologie: big data om consumentengedrag te kennen en op in te spelen
- Deeleconomie: niet het bezit maar het gebruikt word belangrijk (Uber, Airbnb).
- Wereldwijd consumeren: crossborder consumptie: the scary six: Amazon, eBay, Apple, Facebook, Google en Alibaba gaan de retail space domineren.

Wij hebben de sector op een neutrale weging staan.



Wij hebben de volgende namen als onze favorieten: Ahold, Yum! Brands en Walmart.

Naam	Score Totaal	Advies	Opmerkingen
Ahold-Delhaize	5,45	Kopen	Succesvolle fusie met Delhaize en Bol.com voor on-line
Yum! Brands	5,09	Kopen	Foodretailer met recente afsplitsing YUM!China
Wal-Mart	4,72	Kopen	Grootste retailer in turnaround
Home Depot	4,10	Kopen	Online wordt dominant
Amazon	2,45	Kopen	Extreem duur maar winners take all
Inditex	2,45	Kopen	Van oorsprong Spaanse geïntegreerde retailer: o.a Zara
Tesco	2,35	Kopen	Turnaround lijkt gestalte te krijgen
Metro	2,27	Kopen	Metro gaat zich splitsen in Metro/Makro en Saturn/Mediamarket
H&M	2,04	Houden	Fashion retailer met moeilijk jaar achter de rug
Carrefour	1,94	Houden	Franse gigant met moeilijke thuismarkt
McDonald's	1,85	Houden	Food retail gigant die in transformatie is

6 juni 2017

Koers	€ 19,76	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 25,00	26,6%
Uitstaande aandelen	1,237 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 24,437 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 830 Mln.	
ISIN	NL0010672325	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	1,02	19,4	0,52	2,63%
2016	0,67	29,4	0,58	2,94%
2017^V	1,32	15,0	0,65	3,29%
2018^V	1,44	13,7	0,70	3,54%

Status	20-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Ahold is een internationale groep van vooraanstaande supermarktbedrijven in Europa en de Verenigde Staten. Albert Heijn is marktleider in Nederland. In Amerika opereert het bedrijf onder de namen Stop&Shop, Giant of Landover en Giant(Carlisle). Ahold is gefuseerd met het Belgische Delhaize. Evenals Ahold heeft Delhaize een sterke positie opgebouwd op de Amerikaanse markt. Daarin speelt Food Lion een belangrijke rol. Bij beide bedrijven ligt het accent bij het aangeboden assortiment op levensmiddelen en andere consumentenproducten. Ahold is tevens eigenaar van een grote internetsite:

Huidige ontwikkelingen

Uit een update van Ahold Delhaize komt naar voren dat de nieuwe combinatie een mooie omzetgroei heeft weten te bereiken in het 4de kwartaal van 2016. Onderliggend nam de groei toe met 2,8% naar € 15,5 miljard. Dat is gecorrigeerd voor valutaschommelingen en een extra week meer in 2015. Vooral Nederland presteerde goed. Daar stegen de zogeheten comparable sales met 6,6%. Die mooie prestatie was vooral te danken aan Albert Heijn en een sterke groei van de online verkopen. In de VS ging het minder. Daar daalden de comparable sales van Ahold met 0,2% en die van Delhaize met 2,2%. Ahold verwacht voor heel 2017 een lichte verbetering van de onderliggende marge en een vrije kasstroom € 1,3 miljard.

Motivatie

In 2016/17 zal Ahold werken aan de integratie met Delhaize. Beide bedrijven genereren ruime vrije kasstromen. Deze vrije kasstroom zal de komende jaren flink omhoog kunnen tot boven € 2 miljard als de beoogde synergie-effecten werkelijkheid worden. Een vrije kasstroom rendement van meer dan 6% behoort tot de mogelijkheden. Dat geeft ruimte om in de nabije toekomst kapitaal aan beleggers terug te geven in de vorm van dividend of terugkoop van eigen aandelen. Een prettige bijkomstigheid is de relatief aantrekkelijke waardering. Wij adviseren Ahold Delhaize te Kopen. Het aandeel is opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 996,70	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 1.250,00	25,4%
Uitstaande aandelen	497 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 495,360 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 2,371 Mrd.	
ISIN	US0231351067	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	1,27	784,8	0,00	0,00%
2016	4,77	208,9	0,00	0,00%
2017^V	7,25	137,5	0,00	0,00%
2018^V	12,75	78,2	0,00	0,00%

Status	20-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Amazon.com is een bekend internet/retail bedrijf gevestigd in Seattle. In den beginne verkocht Amazon alleen maar boeken en muziek maar inmiddels verkoopt men ook vele andere consumentengoederen via meerdere sites. Voorbeelden van eigen producten zijn: de e-reader Kindle, Fire tablets, Fire TV's en Fire phones. Via Amazon Web Services (AWS) biedt Amazon bedrijven de mogelijkheid om hun data in the cloud op te slaan. AWS is een van de grootste spelers en daarmee is het een speerpunt in het investeringsbeleid van Amazon.com. De research & development uitgaven bedroegen in 2016 ruim \$ 12,5 miljard (11,7% van de omzet).

Huidige ontwikkelingen

Amazon.com liet cijfers over het 4de kwartaal zien die beleggers niet helemaal tevreden stelden. De omzet steeg met 2% naar \$ 43,7 miljard. Dat bedrag bleef echter achter bij \$ 44,8 miljard waar de markt vanuit was gegaan. De nettowinst ging met 55% omhoog naar \$ 749 miljoen tegen \$ 482 miljoen in 2015. De WpA steeg van \$ 1,00 in 2015 naar \$ 1,54 in het afgelopen 4de kwartaal. Amazon Web Services groeide met 47% naar \$ 3,54 miljard en het operationeel resultaat ging omhoog van \$ 580 miljoen in 2015 naar \$ 926 miljoen voor het 4de kwartaal 2016. Voor het 1ste kwartaal van 2017 verwacht Amazon.com een omzetgroei van 14% - 23%. Het operationeel resultaat komt uit tussen \$ 250 - \$ 900 miljoen.

Motivatie

Oprichter en CEO van Amazon.com, Jef Bezos, is een eigenzinnig man. De wensen en belangen van aandeelhouders zijn ondergeschikt. De uitbouw en belangen van zijn bedrijf op de lange termijn tellen. Amazon.com blijft investeren en de cijfers zijn wat dat betreft veelzeggend. De kosten voor Technology & Content, waarin uitgaven voor R&D zijn inbegrepen, stegen de afgelopen jaren met meer dan 40% per jaar. Dat vertaalt zich in een groeiend marktaandeel in e-commerce, maar ook in cloud computing (winner takes all). De inspanningen om de bedrijfsstructuur te optimaliseren vertalen zich de laatste jaren wel in een snelle groei van de vrije kasstroom. In het 4de kwartaal 2016 bedroeg de vrije kasstroom \$ 9,71 miljard tegen \$ 7,33 miljard in 2015. De kaspositie bedraagt \$ 19,33 miljard en de lange schuld daalde naar \$ 7,69 miljard. De waardering van Amazon is stevig, maar op termijn lijken de vooruitzichten onverminderd goed. Wij adviseren het aandeel te kopen. Het aandeel wordt nog niet in de Modelportefeuille opgenomen.

6 juni 2017

Koers	€ 23,10	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 23,00	-0,4%
Uitstaande aandelen	731 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 16,886 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 746 Mln.	
ISIN	FR0000120172	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	1,35	17,1	0,70	3,03%
2016	1,02	22,6	0,76	3,28%
2017^V	1,72	13,4	0,84	3,63%
2018^V	1,89	12,2	0,88	3,81%

Status	20-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Carrefour behoort tot de vijf grootste retailers ter wereld en heeft vestigingen verspreid over de gehele wereld in meer dan 30 landen. Belangrijke markten voor Carrefour zijn China en Brazilië. De onderneming bezit hypermarkten, supermarkten en discounters. Na vele jaren van expansie heeft een aantal jaren geleden de topman Georges Plassat aangegeven terug te willen naar de “roots” van Carrefour, Frankrijk.

Huidige ontwikkelingen

Ook het 4de kwartaal van 2016 leverde betere resultaten op dan verwacht. De omzet steeg exclusief benzine met 2,9% naar € 23,37 miljard, beter dan de consensus van € 23,24 miljard. Voor heel 2017 verwacht Carrefour een EBIT van ongeveer € 2,39 miljard en dat is in lijn met de consensus. De omzetgroei zal over heel 2017 ongeveer 3% bedragen. De aanhoudende verbetering van de resultaten is breed gedragen. Europa, Latijns Amerika, maar ook Azie, China uitgezonderd, laten betere resultaten zien. Ook de multichannel aanpak werpt steeds meer en betere vruchten af.

Motivatie

Het herstelbeleid werpt zijn vruchten af, maar er moet nog veel gebeuren. China, goed voor 6% van de omzet, begint langzaam te verbeteren. De algemene verwachtingen voor de komende jaren zijn positiever met een versnelling van de winstgroei. Het dividendrendement is ruim 3%. De vrije kasstroom en het RoE verbeteren, zij het langzaam. Carrefour is redelijk geprijsd. Na vijf jaar van aanhoudende verbeteringen lijkt het goede nieuws wel allemaal in de koers verdisconteerd. We verlagen daarom het advies van Kopen naar Houden.



6 juni 2017

Koers	kr 218,20	(31/5/2017)
Koersdoel	kr 235,00	7,7%
Uitstaande aandelen	1,655 Mrd.	
Marktkapitalisatie	kr 361,121 Mrd.	
Nettowinst (2016)	kr 18,636 Mrd.	
ISIN	SE0000106270	

	WpA in SEK	K/W	DpA in SEK	DpA in %
2015	12,63	17,3	9,75	4,47%
2016	11,26	19,4	9,88	4,53%
2017^V	12,59	17,3	10,36	4,75%
2018^V	13,79	15,8	10,60	4,86%

Status	20-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De Zweedse modeketen Hennes & Mauritz heeft meer dan 3.900 filialen in ruim 60 landen. Veel bekende ontwerpers hebben ooit kleding of schoenen ontworpen welke in de H&M winkels verkocht zijn. Namen als Karl Lagerfeld, Viktor & Rolf, Madonna, Roberto Cavalli en Donatella Versace. De belangrijkste brands zijn COS, Monki, Weekday, Cheap Monday en natuurlijk H&M.

Huidige ontwikkelingen

Hennes & Mauritz heeft beter dan verwachte cijfers over het 4de kwartaal 2016 gepubliceerd. De omzet steeg met 7% naar SEK 5,91 miljard. Analisten hadden gerekend op SEK 5,42 miljard. De beter dan verwachte cijfers zijn te danken aan de opening van honderden nieuwe winkels en aan betere resultaten in niet traditionele markten als India en Mexico. In het 4de kwartaal opende H&M 427 nieuwe winkels en de keten is nu aanwezig in 64 landen met in totaal 4.351 winkels. De groei in de gevestigde markten is nagenoeg stilgevallen, omdat de slag om de klant steeds intensiever wordt. Vooral de online concurrentie groeit sterk. Groei betekent nu vooral Emerging Markets.

Motivatie

De wereld is ook voor H&M aan het veranderen. Die verandering heet online. Dat is een vorm van nieuwe concurrentie die de Zweden dwingt tot een nieuwe strategie. In die nieuwe strategie moet de omzet jaarlijks met 10% - 15% groeien. Niet langer is de groei van het aantal winkels maatgevend. De vraag is of dat kan zonder dat de marges in het gedrang komen. Online diensten zouden de operationele marge met 3 procentpunt kunnen verlagen. Dat zou een versnelling betekenen van de toch al aanhoudende margeverkrapping. Dat staat in schril contrast met concurrent Inditex die zijn marges licht ziet verbeteren. Voor H&M is de marge verkrapping noodzakelijk om het bedrijf op de lange duur concurrerend te houden. Met het oog hierop verlagen we het advies van Kopen naar Houden



6 juni 2017

Koers	\$ 153,88	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 175,00	13,7%
Uitstaande aandelen	1,218 Mrd.	
Marktkapitalisatie	\$ 187,426 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 7,957 Mrd.	
ISIN	US4370761029	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,71	32,7	2,36	1,53%
2016	6,53	23,6	2,35	1,53%
2017^V	7,13	21,6	2,78	1,81%
2018^V	7,16	21,5	3,14	2,04%

Status	20-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het Amerikaanse Home Depot is wereldwijd de grootste doe-het-zelf keten met een Amerikaans marktaandeel van 19%. Met bijna 2.300 winkels is zij aanwezig in de Verenigde Staten van Amerika, Canada, China, India en Mexico. Bij een “winkel” moet worden gedacht aan een locatie ter grootte van enkele voetbalvelden waar letterlijk alles op het gebied van “Home Improvement” te vinden is. Home Depot zet ook sterk in op online verkopen.

Huidige ontwikkelingen

Home Depot heeft een goed 4de kwartaal 2016/17 achter de rug. Dat is vooral te danken aan de aanhoudende stijging van de huizenprijzen waardoor huiseigenaren bereid blijven te investeren in hun huis. De omzet steeg met maar liefst 5,8% naar \$ 22,2 miljard, aanzienlijk beter dan de consensus van \$ 21,8 miljard. Same store sales gingen ook met 5,8% omhoog, aanzienlijk meer dan de consensus van 3,5%. De nettowinst kwam uit op \$ 1,7 miljard tegen een consensus van \$ 1,5 miljard. De WpA bedroeg \$ 1,44 tegen \$ 1,17 een jaar eerder. Voor het lopende fiscale jaar 2017 verwacht Home Depot een omzetgroei van 4,6% en een WpA van \$ 7,13 (+ 10,5%). De free cashflow zal uitkomen op \$ 11,3 miljard.

Motivatie

Home Depot heeft de afgelopen 20 jaar een groei van de winst per aandeel gerealiseerd van gemiddeld 15%. Dat was mede te danken aan omvangrijke programma's voor de terugkoop van aandelen. Voor de komende jaren heeft Home Depot opnieuw \$ 15 miljard gereserveerd voor dit programma. Ook heeft het bedrijf een hoog rendement op het geïnvesteerde vermogen. De onderneming hanteert een doelstelling van 35% per ultimo 2018. De waardering op basis van koers/winstverhouding ligt rondom het langjarige gemiddelde van 20x. Home Depot lijkt maximaal te kunnen profiteren van het verbeterende economische klimaat in de VS en de aanhoudende stijging van de huizenprijzen. We handhaven het Koopadvies. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 36,34	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 51,00	40,4%
Uitstaande aandelen	3,114 Mrd.	
Marktkapitalisatie	€ 113,147 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 2,875 Mrd.	
ISIN	ES0148396007	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,80	45,4	0,60	1,65%
2016	0,92	39,4	0,60	1,65%
2017^V	1,03	35,3	0,66	1,82%
2018^V	1,18	30,8	0,76	2,09%

Status	20-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Inditex is een grote Spaanse modegigant en ontwerpt, produceert, distribueert en verkoopt in ruim 7.000 winkels, en via diverse e-commerce kanalen. Bij het bedrijf werken wereldwijd ruim 152.000 mensen. Bekende merknamen zijn Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Zara Home en Uterqüe. De oprichter van Inditex, Amancio Ortega, is één van de rijkste mannen ter wereld.

Huidige ontwikkelingen

Inditex heeft goed gepresteerd over de eerste negen maanden van het gebroken boekjaar 2016/17. De omzet steeg met 11% naar € 16,4 miljard en de winst ging 9% omhoog naar € 2,2 miljard. Vooral de resultaten over de 2de helft van het 3de kwartaal imponeerden met een omzetgroei van 16% bij constante valuta's. Dat komt neer op een like for like groei van 10% tegen 8% in 2015. De verbetering heeft alles te maken met de werkwijze van fast fashion: het snel produceren van kleine collecties. Dat maakt het bedrijf minder kwetsbaar voor het plotseling veranderen van het modebeeld. Aan het einde van het 3de kwartaal had Inditex 7.240 winkels in 93 landen en was online aanwezig in 41 landen.

Motivatie

Het accent bij de expansie van Inditex verschuift naar de digitale winkel en ligt niet langer bij de uitbouw van winkels wereldwijd. Dat is goed voor het kapitaalgebruik, omdat e-commerce minder kapitaalsintensief is dan winkels. Ook zijn de gemiddelde bestedingen online hoger dan in een winkel volgens het management. De groeiverwachtingen blijven goed. Het afgelopen decennium groeide de winst met gemiddeld 11%. De kaspositie is met € 4,9 miljard gezond te noemen even als de RoE van meer dan 27% voor 2017E en een RoI van meer dan 24%. De waardering is hoog en ruim boven de concurrentie, maar Inditex heeft nog voldoende mogelijkheden om de payout te verhogen tot een meer dan gemiddeld niveau. Met het oog hierop verhogen we het advies van Houden naar Kopen. Het aandeel komt niet in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 149,93	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 151,00	0,7%
Uitstaande aandelen	830 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 124,442 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 4,687 Mrd.	
ISIN	US5801351017	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	4,78	31,4	3,44	2,29%
2016	5,65	26,6	3,64	2,43%
2017^V	6,19	24,2	3,88	2,59%
2018^V	6,61	22,7	4,02	2,68%

Status	20-2-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De McDonald's Corporation is bekend van de McDonald's fast-food restaurants. Het bedrijf werd uitgebouwd door zakenman Ray Kroc nadat deze in 1954 in contact was gekomen met de broers Dick en Mac McDonald. Deze broers runden een kleine simpele hamburgerketen waar het menu zeer eenvoudig was: een hamburger, wat friet en een drankje. Deze simpele opzet stond Ray Kroc aan en in 1955 nam hij de rechten over en bouwde de keten uit naar ruim 34.000 vestigingen in ca. 120 landen met een omzet van ca \$ 30 miljard. McDonald's telt ruim 400.000 full-time werknemers.

Huidige ontwikkelingen

Ook het 4de kwartaal van 2016 was beter dan verwacht. De WpA kwam uit op \$ 1,44 tegenover een consensus van \$ 1,41. Ook de omzet deed het beter met een uitkomst van \$ 6,03 miljard waar de markt rekende op \$ 5,98 miljard. Er was echter ook minder goed nieuws. De omzet lag bijvoorbeeld 5% lager dan in 2015. Op de thuismarkt daalden de zogeheten same-store-sales met 1,3% als gevolg van de afnemende populariteit van het zogeheten all-day breakfast. Buiten de VS stegen de same-store-sales met 2,7% waar analisten rekenden op een groei van 1,4%. In de VS moet McDonald's op zoek naar nieuwe bronnen van inkomsten. Ook moet de daling van het aantal bezoekers stilstand gebracht worden. Het management waagt zich niet aan een voorspelling voor het lopende kwartaal.

Motivatie

Al zes kwartalen op rij boekt McDonald's langzaam beter wordende resultaten, maar van een echte turnaround is het nog steeds niet gekomen. Het ziet er naar uit dat die turnaround langer op zich laat wachten. Vooral in de VS gaat het herstel minder dan gehoopt. Het marktsegment, waar McDonald's zich traditioneel op richt, heeft te kampen met een gebrek aan koopkracht. Ook slaagt het bedrijf er niet in om marktaandeel te winnen en nieuwe klantengroepen aan zich te binden. Kostenbeheersing heeft geresulteerd in een herstel van de vrije kasstroom wat een verbetering van het dividendrendement mogelijk maakt. Daar staat tegenover dat McDonald's komende jaren meer moet investeren in innovaties en technologie en producten om de neergang in de VS te stoppen. Wij verlagen het Koopadvies naar Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 29,57	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 38,00	28,5%
Uitstaande aandelen	324 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 9,579 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 599 Mln.	
ISIN	DE0007257503	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,06	14,4	1,00	3,38%
2016	1,85	16,0	1,00	3,38%
2017^V	1,84	16,1	1,06	3,59%
2018^V	2,29	12,9	1,15	3,89%

Status	20-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

METRO Group is een groot Duitse internationale handels- en servicegroep ontstaan in 1996 na een fusie tussen Kaufhof Holding, Deutsche SB-Kauf en Asko Deutsche Kaufhaus. Het heeft hypermarkten, voedingszaken, consumentenelektronica en doe-het-zelf centra. Haar bekendste merknamen zijn METRO, Saturn, Redcoon, MediaMarkt, Real en Makro. De METRO Group is vooral actief in Europa, Turkije, China en Rusland.

Huidige ontwikkelingen

De cijfers over het 1ste kwartaal 2016/17 vielen niet mee als gevolg van toenemende concurrentie onder retailers, tegenvallende kerstverkoop en ongunstige valutaverhoudingen. Gecorrigeerd daalde het EBIT met 0,8% naar € 821 miljoen. De consensus was uitgegaan van € 829 miljoen. Ook de omzet daalde licht en wel met 0,6% naar € 16,99 miljard. Op een like-for-like basis stegen de verkopen met 0,1%. De nettowinst daalde van € 549 miljoen naar € 200 miljoen. Voor heel 2016/17 verwacht Metro een lichte verbetering van de omzet en van de gecorrigeerde EBIT.

Motivatie

De markten waarin Metro opereert kenmerken zich door forse concurrentie. De marges zijn gematigd en worden vooral beïnvloed door economische ontwikkelingen. Onderliggend verbeteren weliswaar de trends, maar deze komen van lage niveaus. De afgelopen jaren heeft het bedrijf gewerkt aan een betere mix van zijn portfolio en heeft zich uit een aantal zwakke markten teruggetrokken. Het gaat zich bovendien in twee stukken opsplitsen. Cash&Carry Food en Real Hypermarkets gaan verder zonder Media Markt-Saturn. Dat zal zich gaan vertalen in een betere omzetgroei en winstgevendheid. Het dividendrendement is aantrekkelijk. Het aandeel is koopwaardig. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	£ 1,83	(31/5/2017)
Koersdoel	£ 2,60	41,9%
Uitstaande aandelen	8,175 Mrd.	
Marktkapitalisatie	£ 14,981 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-£ 40 Mln.	
ISIN	GB0008847096	

	WpA in £	K/W	DpA in £	DpA in %
2015	0,09	20,4	0,00	0,00%
2016	0,00	-374,5	0,00	0,00%
2017^V	0,05	35,5	0,01	0,63%
2018^V	0,09	19,6	0,03	1,75%

Status	20-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Tesco is een internationaal opererend Brits bedrijf met supermarkten en hypermarkten. Tesco is de op twee na grootste detailhandelaar ter wereld na Wal-Mart uit de Verenigde Staten en Carrefour uit Frankrijk. Het werd in 1924 opgericht. In totaal werken er zo'n 480.000 mensen verdeeld over 11 landen. Het bedrijf leed forse reputatieschade in 2014 door een accounting schandaal. CEO Dave Lewis, aangetreden in 2014, zal het vertrouwen in Tesco weer moeten herstellen.

Huidige ontwikkelingen

Het 3de kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 was het beste in vijf jaar. De same-store sales stegen met 1,5% beter dan de consensus. In de UK stegen de same store sales met 1,8% tegen 1,7% verwacht. In de weken naar Kerstmis noteerde Tesco een groei van 0,7% en dat was ook beter dan consensus. De cijfers over de kerstperiode zijn opvallend goed gelet op de zeer goede uitkomsten een jaar eerder. De teleurstelling was Tesco International die een omzetzakking liet zien van 1,2%. In de UK profiteert Tesco vooral van de groeiende belangstelling voor vers voedsel dat ook nog eens lokaal is verbouwd.

Motivatie

Na enkele jaren van grote problemen is Tesco weer helemaal terug. De resultaten laten een stijgende lijn zien en Tesco heeft duidelijke plannen om de groei van omzet en marges in de komende jaren te gaan verbeteren. Dat wil het bedrijf doen door overnames te plegen in aanpalende segmenten van de retailsector. Er zijn plannen om Booker over te nemen. Dat is een cash-and-carry bedrijf dat onafhankelijke retailers en cateraars bedient. Booker heeft veel betere marges dan Tesco en genereert veel meer cash. Door kostenbesparingen denkt Tesco de winst met nog eens GBP 200 miljoen te kunnen verbeteren. Daarnaast blijft Tesco werken aan het verlagen van de nettoschuld en de verbetering van de RoE. De waarderingen worden aantrekkelijker nu de winstgevendheid komende jaren gaat toenemen. Wij adviseren het aandeel te Kopen. Het aandeel wordt niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	\$ 78,15	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 90,00	15,2%
Uitstaande aandelen	3,207 Mrd.	
Marktkapitalisatie	250,627 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 13,643 Mrd.	
ISIN	US9311421039	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	5,02	15,6	1,92	2,46%
2016	4,25	18,4	1,96	2,51%
2017^V	4,44	17,6	2,01	2,57%
2018^V	4,35	18,0	2,09	2,67%

Status	20-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Wal-Mart is het grootste supermarkt concern ter wereld. Hiermee tevens ook de grootste werkgever ter wereld. Met ruim 2.000.000 medewerkers. Het is een veelomvattend concern met hypermarkten, supercentres, supermarkten, discountwinkels, warehouse clubs, cash & carry winkels, speciaalzaken, bouwmarkten, elektronica winkels, restaurants, drogisterijen en nog meer. Daarnaast biedt het ook financiële diensten aan in de vorm van prepaid kaarten, postwissels, money transfers en het verzilveren van cheques. Naast de grote hoeveelheid winkels is het uiteraard ook bij Wal-Mart mogelijk de aankopen online te doen.

Huidige ontwikkelingen

De resultaten van Wal-Mart staan al een tijdje onder druk. Oorzaken zijn de alsmaar toenemende online en offline concurrentie, hoge investeringen in nieuwe technologie voor bijvoorbeeld e-commerce en hogere salarissen om het moreel van de medewerker te verbeteren. Cijfers over het 1ste kwartaal van het gebroken boekjaar 2016/17 laten zien dat er desondanks weer licht aan den einder gloort. Comparable sales groeiden met 1,8% en dat was beter dan de consensus van op zijn best 1,5%. De omzet steeg met 1% naar \$ 130,9 miljard en dat was nagenoeg in lijn met consensus. De WpA daalde met bijna 15% naar \$ 1,22 en de nettowinst daalde van \$ 4,57 miljard naar \$ 3,76 miljard. De daling was vooral het gevolg van winkelsluitingen en het stoppen van onroerend goed projecten. Voor het hele jaar verwacht Wal-Mart een WpA van \$ 4,20 - \$ 4,40. Dat is in lijn met consensus.

Motivatie

Sinds het aantreden van McMillon als nieuwe CEO is Wal-Mart fors gaan investeren in de kwaliteit van de winkels, van het online platform en van het personeel. Het is met andere woorden een turnaround verhaal dat steeds meer vorm krijgt, bijvoorbeeld in een sterkere groei van de online verkopen (+29%). Daar staat tegenover dat het nieuwe beleid nog steeds negatief drukt op de marge-ontwikkeling. Daar komt voorlopig nog geen einde aan wil het bedrijf online goed kunnen concurreren met Amazon en offline discounters als Aldi en Lidl van zich af te houden. Daardoor blijven hoge investeringen in de komende jaren nodig. Gelukkig is de vrije kasstroom gezond evenals het rendement op eigen vermogen. We handhaven het Koopadvies, omdat de eerste tekenen van herstel zichtbaar zijn. Het aandeel blijft in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	\$ 72,41	(31/5/2017)
Koersdoel	\$ 76,36	5,5%
Uitstaande aandelen	390 Mln.	
Marktkapitalisatie	\$ 28,232 Mrd.	
Nettowinst (2016)	\$ 1,311 Mrd.	
ISIN	US9884981013	

	WpA in \$	K/W	DpA in \$	DpA in %
2015	3,32	21,8	1,74	2,40%
2016	3,36	21,5	1,63	2,26%
2017^V	2,73	26,5	1,50	2,07%
2018^V	3,13	23,1	1,65	2,28%

Status	20-2-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Yum! Brands is een van de grootste fastfoodbedrijven ter wereld met bijna 43.000 restaurants in meer dan 130 landen. Het is eigenaar en franchisegever van o.a. Kentucky Fried Chicken (KFC), Pizza Hut en Taco Bell. Interessant is de leidende positie van Yum! in China waar de helft van de omzet wordt gerealiseerd en andere opkomende markten met goede vooruitzichten voor structurele groei.

Huidige ontwikkelingen

Yum! Brands heeft Yum! Brands China afgesplitst om het bedrijf in de VS sneller te laten groeien. Het is nog te vroeg om te zien of deze strategie goed uitpakt of niet. De cijfers over het 4de kwartaal gaven nog een te gemengd beeld. De omzet steeg met 2,4% naar \$ 2,024 miljard. Dat was beter dan het bedrijf zelf voorzien had, maar bleef licht achter bij de consensus van \$ 2,038 miljard. De zogeheten same-store-sales ontwikkelden zich met een groei van 1% teleurstellend en bleven achter bij de marktverwachting van 2,1%. Yum! zag derhalve zijn resultaat groeien door meer restaurants te openen. Het core operational income groeide met maar liefst 13%. Dat was vooral te danken aan het feit dat Yum! steeds meer restaurants op franchise basis bestiert. De franchise mix moet naar 98%. De nettowinst daalde van \$ 275 miljoen naar \$ 267 miljoen. De WpA steeg van \$ 0,66 naar \$ 0,76. De stijging was vooral toe te schrijven de inkoop van eigen aandelen.

Motivatie

Ondanks een wisselvallig 4de kwartaal lijkt Yum! Brands op de goede weg terug. De omzet was weliswaar met 2% iets minder dan verwacht, maar weer veel beter dan de krimp van 1,2% in het 4de kwartaal. Daar komt bij, dat alleen dochter Pizza Hut verantwoordelijk was voor de wisselvallige resultaten. Same-store-sales daalden daar met 2%, terwijl ze bij Taco Bell en KFC een plus noteerden. Het probleem is dat Pizza Hut een zogeheten sit-down keten is, terwijl de toekomst lijkt aan drive-through restaurant zoals KFC en Taco Bell. Pizza Hut moet zijn formule gaan aanpassen. Los daarvan denkt Yum! de komende jaren stevig in de kosten te kunnen snijden door de franchiseformule steeds verder uit te bouwen. Capex mag in 2019 nog slechts \$ 100 miljoen bedragen en de kosten voor SG&A moeten in dat jaar \$ 300 miljoen lager uitkomen. Zodoende blijft er meer over voor de aandeelhouder. Wij handhaven het Koopadvies. Het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

Bouw & Overige

Na jaren van crisis lijken er betere tijden aan te breken voor de Bouw. De woningmarkt richt zich zeker in Nederland op. Overheden in verschillende westerse landen hebben plannen om opnieuw in infrastructuur te gaan investeren na jaren van verwaarlozing.

- In de VS belooft het achterstallig onderhoud Van wegen en bruggen tot 2025 \$ 1,7 biljoen.
- In eerste instantie zullen bedrijven profiteren die vooraan in de keten staan, zoals aannemers en producenten van beton.
- De rol van de consument bij infrastructuurprojecten zal in de komende jaren aan belang winnen.
- Hetzelfde geldt voor sustainability. Duurzaam bouwen wordt een must!

Wij hebben de sector sterk onderwogen vanwege het cyclische en projectmatige karakter. Er zijn geen namen in de Modelportefeuille.



6 juni 2017

Koers	€ 4,75	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 6,19	30,3%
Uitstaande aandelen	271 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 1,288 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 47 Mln.	
ISIN	NL0000337319	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,04	118,8	0,02	0,42%
2016	0,17	27,5	0,13	2,74%
2017^V	0,38	12,5	0,16	3,37%
2018^V	0,47	10,1	0,19	4,00%

Status	27-1-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Koninklijke BAM Groep NV (BAM) is actief in de bouw, vastgoed, civiele techniek, publiek-private samenwerking, werktuigbouw en elektrotechniek, consultancy, engineering en facilitaire dienstverlening. BAM opereert in vier sectoren: Bouw en Techniek, Vastgoed, Infra en Publiek-private samenwerking (PPS). De onderneming is onder meer actief in Nederland, het Verenigd Koninkrijk, België, Duitsland en

Huidige ontwikkelingen

Bouwbedrijf BAM heeft in de eerste negen maanden van dit jaar een hogere winst behaald op een gedaalde omzet. Het resultaat voor belastingen bedroeg € 60,5 miljoen, tegen € 17,7 miljoen een jaar eerder. De omzet was circa € 5 miljard euro tegen € 5,3 miljard in de eerste negen maanden van 2015. Volgens BAM was op de Nederlandse bouwmarkt sprake van herstel van het resultaat, maar werd in Duitsland verlies geleden. Het orderboek aan het einde van de eerste negen maanden bedroeg € 10,1 miljard tegen € 11,5 miljard eind 2015. Volgens BAM hangt de daling van de orderportefeuille samen met de verzwakking van het Britse pond en marktdruk in de niet-woningbouw in Nederland, de Belgische civiele markt en de internationale olie- en gassector.

BAM gaf aan voor heel 2016 nog steeds op een hoger aangepast resultaat voor belastingen te rekenen dan de € 88,2 miljoen in 2015. De herstructureringslasten voor heel 2016 komen naar verwachting uit op circa € 30 miljoen.

Motivatie

Het projectmatige karakter van bouwondernemingen geeft weinig transparantie en naar onze mening extra risico's, zoals onzekere margeontwikkelingen. Tegenvallers komen geregeld voor. Echter, na jaren van stagnatie en teruggang, gloort er verbetering voor Koninklijke Bam. De omzet en winst vinden de weg voorzichtig omhoog, terwijl marges verbeteren. Ook de kasstroom gaat weer de goede kant op. In 2015 was die nog negatief, maar in 2016 zal deze naar verwachting omslaan naar positief. Het risicoprofiel verbetert omdat de oude portefeuille met risicovollere projecten eind 2016 is afgerond. Het advies is kopen. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 30,86	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 32,90	6,6%
Uitstaande aandelen	126 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 3,876 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-€ 564 Mln.	
ISIN	NL0000852580	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,50	8,8	1,60	5,19%
2016	-4,49	-6,9	1,18	3,82%
2017^V	1,44	21,4	1,02	3,31%
2018^V	1,67	18,5	1,11	3,60%

Status	27-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Boskalis is een in Nederland gevestigde dienstverlener die opereert in de sectoren baggeren, maritieme infrastructuur en maritieme dienstverlening. De activiteiten van Boskalis zijn onderverdeeld in vijf operationele segmenten: Dredging, Dry Infra, Offshore Energy, Towage (leveren van sleepdiensten in havens) en Salvage (zware hijswerkzaamheden en het bergen van schepen). Boskalis heeft een belang van 28,6% in Fugro.

Huidige ontwikkelingen

Maritiem concern Boskalis heeft in het derde kwartaal de bezetting en de marges in de offshore olie en gas verder zien dalen. Het bedrijf spreekt van een 'sterk krimpende markt en toegenomen concurrentie' in deze sector. Het concern blijft wel bij de eerder uitgesproken verwachting dat de operationele winst in het tweede halfjaar van 2016 die van het eerste halfjaar zal benaderen. Hierbij wordt echter geen rekening houden met bijzondere posten. Boskalis sluit niet uit dat er in het vierde kwartaal extra moet worden afgeboekt op het onderdeel Offshore Energy. Dat komt door de snel en sterk verslechterde marktomstandigheden. Ook op het belang in bodemonderzoeker Fugro moet mogelijk worden afgeboekt. Maar eventuele afboekingen hebben geen gevolgen voor het dividend, benadrukt Boskalis.

Motivatie

Boskalis heeft een sterk track record, maar heeft momenteel te kampen met uitdagende marktomstandigheden. De kasstroom staat onder druk en met een gedaalde orderportefeuille geeft dat nu eenmaal onzekerheid. Afhankelijk van de ontwikkelingen zou dat op termijn gevolgen kunnen krijgen voor het inmiddels aantrekkelijke, maar onzekere dividendrendement. Hoe onzeker de marktomstandigheden zijn bewijst de beslissing van Boskalis om zijn belang in Fugro te gaan afbouwen van iets meer dan 28% naar iets minder dan 10%. Ook de winstgevendheid staat komende jaren waarschijnlijk onder druk. Dalende winstgevendheid en een onzeker dividend zorgen voor een aandeel dat aan de prijs is. Het advies is voornamelijk Houden.



6 juni 2017

Koers	€ 32,18	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 39,00	21,2%
Uitstaande aandelen	822 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 26,460 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,243 Mrd.	
ISIN	IE0001827041	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,88	36,6	0,63	1,97%
2016	1,51	21,3	0,67	2,09%
2017^V	1,84	17,5	0,71	2,21%
2018^V	2,10	15,3	0,79	2,45%

Status	27-1-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

CRH produceert en distribueert bouwmaterialen, zoals cement, aggregaten, stortklaar en prefab beton en asfalt producten. Het bedrijf exploiteert 135 DIY (doe-het-zelf) winkels waaronder de merknamen Karwei en GAMMA. Het bedrijf is in 31 landen actief en heeft bijna 89.000 mensen aan het werk. Het is prominent in de VS en Europa en in mindere mate in Azië.

Huidige ontwikkelingen

De plannen van Trump voor het herstel van de Amerikaanse infrastructuur kunnen positief uitpakken voor CRH. Als Trump inderdaad \$ 1 biljoen gaat investeren in de komende jaren dan kunnen de jaarlijkse investeringen stijgen van \$ 200 miljard naar \$ 450 miljard. Dat zou voor CRH kunnen betekenen dat de WpA een extra impuls van 20% krijgt, zo blijkt uit analyses. Ook de plannen om een muur te bouwen tussen Mexico en de VS kunnen positief uitpakken voor CRH. De muur kan \$ 20 - \$ 25 miljard gaan kosten. Volgens analisten zullen vooral producenten van beton en cement die vlakbij de grens werkzaam zijn van de bouw van de muur profiteren. CRH heeft in die regio productiefaciliteiten voor beton.

Motivatie

Van de bouwers in het universum van ER Capital lijkt Ierse CRH het best geëquipeerd om van meet af aan te profiteren van de komende investeringsgolf in de infrastructuur. In de Verenigde Staten is CHR actief via zijn divisie Americas Materials. Deze divisie vertegenwoordigt ongeveer 36% van Ebitda en dat geeft zijn belang weer voor CRH. Americas Materials houdt zich vooral bezig met wegenbouw. Het produceert asfalt, straatstenen en wat dies meer zij. Het staat hiermee ongeveer aan het begin van het herstel van de infrastructuur en plukt het als een van de eersten de vruchten van het nieuwe beleid. In Europa kan CRH profijt trekken van zijn overname van cementbedrijven van LafargeHolcim in 2015. ER Capital heeft al een Koopadvies op CRH en handhaaft dat.

6 juni 2017

Koers	€ 13,10	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 15,00	14,5%
Uitstaande aandelen	85 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 1,108 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-€ 309 Mln.	
ISIN	NL0000352565	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	-4,40	-3,0	0,00	0,00%
2016	-3,65	-3,6	0,00	0,00%
2017^V	-0,30	-43,7	0,00	0,00%
2018^V	0,29	45,2	0,07	0,53%

Status	27-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Fugro is een bodemonderzoeker. Het bedrijf verzamelt en interpreteert gegevens met betrekking tot het aardoppervlak en onderliggende grond- en gesteentelagen. Het bedrijf geeft adviezen aan vooral de olie- en gasindustrie, de mijnindustrie en de bouwindustrie. De activiteiten van Fugro zijn ondergebracht in drie divisies: Geotechniek, Onderzoek en Geowetenschap. Boskalis is zijn belang van 28,6% geleidelijk afbouwen.

Huidige ontwikkelingen

Wood Mackenzie, een toonaangevende consultant voor de olie- en gasindustrie, heeft haar visie over 2017 gegeven. Voor het eerst sinds 2014 zullen olie majors weer meer gaan investeren, terwijl het aantal definitieve investeringsbeslissingen voor nieuwe projecten in 2017 zelfs kan verdubbelen ten opzichte van vorig jaar. Wood verwacht een stijging van de mondiale uitgaven aan Exploratie & Productie (E&P) van 3%. Fugro is over de gehele waardeketen van de industrie vertegenwoordigd en zal profiteren van dergelijke trends. Ook het analistenteam van Barclays verwacht een herstel van de uitgaven in E&P. Feit is ook dat het aantal booreilanden, dat actief is, sinds mei weer stijgende is. Met name in Amerika is weer sprake van een flinke opleving en dit duidt erop dat de schalieproducenten weer kansen ruiken.

Motivatie

De grote opdrachtgevers zijn vooral olieconcerns die vanwege de gedaalde olieprijs fors op de rem zijn gaan trappen met de investeringen. Dat is niet gemakkelijk te compenseren. Zelfs als de olieprijs weer gaat stijgen, dan geldt dat niet automatisch voor de investeringen. Het ziet er naar uit dat de markt in de loop van 2017 weer gaat opleven. Het lijkt erop vooralsnog op dat het herstel pas echt vorm gaat aannemen in 2018. Veel zal daarbij afhangen van het verdere herstel van de olieprijs. Is het glas halfvol of half leeg? Onzekerheden lijken op de korte termijn te overheersen Wij adviseren voorlopig het aandeel te Houden.

6 juni 2017

Koers	€ 86,80	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 95,00	9,4%
Uitstaande aandelen	161 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 13,961 Mrd.	
Nettowinst (2016)	-€ 458 Mln.	
ISIN	BE0003797140	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	6,38	13,6	2,09	2,41%
2016	-2,85	-30,5	2,05	2,36%
2017^V	3,54	24,5	2,94	3,39%
2018^V	3,66	23,7	3,04	3,50%

Status	8-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Ja

Algemeen

Groupe Bruxelles Lambert (GBL) is een Belgische industriële holding. Het hoort bij de tien grootste bedrijven in België. GBL neemt aandelenbelangen in andere beursgenoteerde bedrijven. GBL is een actieve aandeelhouder en bemoeit zich met het bestuur van de bedrijven waarin het aandelen houdt om de waarde van haar belangen te vergroten. GBL heeft drie typen van aandelenbeleggingen: 1) Strategische belangen (75%-80% van het totaal), 2. Incubator belangen (10-15%; en 3) Sienna Capital (max 10%): een dochterbedrijf dat actief is op het gebied van private equity.

Huidige ontwikkelingen

Hoewel er heel wat politieke en macro-economische spanningen waren, bleven de beurzen ondersteund door de acties van de Amerikaanse en Europese centrale banken, goed overeind in 2016. Dat weerspiegelde zich voor GBL in de stijging van het aangepast nettoactief van GBL met 12%. Alle deelnemingen van GBL leverden zowel op de beurs als operationeel degelijke prestaties. De uitvoering van de diversificeringsstrategie stond in 2016 vooral in het teken van de verdere tegeldemaking van de deelnemingen in de energiesector (€ 2.287 miljoen van de verkoop van Total en ENGIE) en de uitbreiding van de posities in adidas, Ontex, SGS en Umicore (voor een totaalbedrag van € 1.055 miljoen).

Motivatie

GBL zit nog steeds in een transformatieproces. Het bedrijf is drukdoende om zijn exposure op de energiesector te verminderen. De belangen in Total en Engie worden deels afgebouwd. GBL is op zoek naar nieuwe groeiders in sectoren als Health, lifestyle en diensten. Voorbeelden van de huidige strategiewijziging zijn belangen in Adidas, Umicore en Ontex. Deze strategische koerswijziging verloopt voorspoedig en gaat niet ten koste van de resultaten. ER Capital ondersteunt nogmaals het Koopadvies op GBL ondermeer dankzij de forse discount van 20% en een aantrekkelijk dividendrendement. Het aandeel blijft in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 180,25	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 196,00	8,7%
Uitstaande aandelen	76 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 13,771 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,278 Mrd.	
ISIN	BMG455841020	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	8,25	21,8	6,50	3,61%
2016	16,72	10,8	6,95	3,86%
2017^V	7,58	23,8	7,07	3,92%
2018^V	8,10	22,3	7,17	3,98%

Status	3-5-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

In 1873 werd de Nederlandsch-Amerikaansche Stoomvaart-Maatschappij (N.A.S.M.) opgericht (de latere Holland Amerika Lijn) in Rotterdam welke rederij eind jaren 80 werd verkocht aan het Amerikaanse Carnival Corp. De opbrengst werd gebruikt om te investeren in ondernemingen die te maken hebben met de Rotterdamse haven. Inmiddels heeft HAL een breed scala aan investeringen. Zo heeft het belangen in beursgenoteerde ondernemingen als Boskalis, Vopak, SBM Offshore en Grandvision (onder andere optiekketens Pearl en EyeWish). Maar zeker ook in vele niet genoteerde ondernemingen als bijvoorbeeld de Anthony Veder Group en PontMeyer.

Huidige ontwikkelingen

Investeringsmaatschappij HAL heeft vorig jaar zijn omzet en winst opgekrikt ten opzichte van een jaar eerder. Daarbij drukte de dalende beurskoers van GrandVision wel de nettovermogenswaarde van de beursgenoteerde investeringen. HAL meldde een totale omzet van € 8 miljard euro, tegenover een kleine € 7,8 miljard in 2015. Onder de steep hield HAL € 871 miljoen over. Een jaar eerder was de nettowinst nog € 630 miljoen euro. De nettovermogenswaarde kwam € 317 miljoen lager uit. Dat was positiever dan de in januari gemelde daling van circa € 350 miljoen op basis van voorlopige cijfers. De lagere koerswaarde van optiekbedrijf GrandVision had een negatief effect van € 1,3 miljard.

Motivatie

HAL heeft een ijzersterke reputatie op het gebied van waardecreatie getuige de koersontwikkeling van vele jaren. Bij HAL staat de lange termijn voorop. De waan van de dag is aan het management niet besteed. Andere sterke punten van het management zijn geduld oefenen om dan snel toe te slaan en eindeloos kralen rijgen. De aandelen kunnen worden gekocht naar onze mening, ook al zijn ze aan de prijs. Het dividendrendement is echter niet te versmaden. Het aandeel wordt vooralsnog niet opgenomen in de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 163,70	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 168,56	3,0%
Uitstaande aandelen	69 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 11,346 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 321 Mln.	
ISIN	DE0006070006	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,01	54,4	2,00	1,22%
2016	4,62	35,4	2,32	1,42%
2017^V	5,79	28,3	2,68	1,64%
2018^V	6,25	26,2	2,95	1,80%

Status	27-1-2017
Advies	Houden
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Hochtief is Duitslands grootste bouwonderneming en opereert wereldwijd. De Groep is actief via zes divisies: Hochtief Americas, Hochtief Asia Pacific, Hochtief Concessions (beheert o.a. luchthavens, tolwegen en andere publieke of private samenwerkingsprojecten), Hochtief Europe, Hochtief Real Estate en Hochtief Services (facility management en energiebeheer). De onderneming heeft ongeveer 44.000 medewerkers in dienst.

Huidige ontwikkelingen

De positieve trends uit het 1ste halfjaar 2016 hebben zich in het 3de kwartaal versterkt doorgezet. Het operationele resultaat verbeterde met 45% naar € 89 miljoen. Over de eerste negen maanden bedraagt de stijging 31%. De omzet blijft onder druk. Die daalde 4,5%. De marge verbeterde naar 3,3%. De kasstromen lieten met 35% eveneens een gestage verbetering zien en bereikten een niveau van € 444 miljoen. Als gevolg daarvan ontwikkelt de kaspositie zich ook zeer positief. Die verbeterde met maar liefst € 252 miljoen. De orderportefeuille tenslotte verbeterde met 14% ofwel € 19 miljard naar een totale waarde van € 39,2 miljard. Voor heel 2016 verwacht Hochtief een operationeel resultaat van € 300 - € 360 miljoen, een verbetering van 15% - 35%.

Motivatie

Het orderboek is goed gevuld en de vrije kasstroom groeit sterk. In 2015 verdrievoudigde de vrije kasstroom naar € 980 miljoen. De koers is eveneens fors gestegen en het aandeel heeft inmiddels een hoge waardering. Er gaan geruchten als zou het moederbedrijf, het Spaanse ACS, heel Hochtief wil overnemen. Het heeft nu al een belang van 66%. Wij adviseren het aandeel te Houden.



6 juni 2017

Koers	Fr. 58,50	(31/5/2017)
Koersdoel	Fr. 74,00	26,5%
Uitstaande aandelen	606 Mln.	
Marktkapitalisatie	Fr. 35,467 Mrd.	
Nettowinst (2016)	Fr. 1,791 Mrd.	
ISIN	CH0012214059	

	WpA in CHF	K/W	DpA in CHF	DpA in %
2015	-2,42	-24,2	1,50	2,56%
2016	2,95	19,8	1,82	3,11%
2017^V	2,85	20,5	1,94	3,32%
2018^V	3,74	15,6	2,11	3,61%

Status	27-1-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

LafargeHolcim is een fabrikant van bouwmaterialen, zoals cement, aggregaten en beton. Het bedrijf is gevestigd in Zwitserland, maar is wereldwijd actief in circa 90 landen. Het is in 2015 ontstaan na een fusie tussen het Franse Lafarge met het Zwitserse Holcim.

Huidige ontwikkelingen

De cijfers over het 3de kwartaal van LafargeHolcim laten een gemengd beeld zien. De omzet daalde met 10% naar CHF 7,036 miljard. Dat was 4% meer dan verwacht. De daling was vooral het gevolg van achterblijvende prestaties in Azië. De scherpe daling maakt het onwaarschijnlijk dat Lafarge over heel 2016 de beoogde groei laat zien van 1% - 3%. EBITDA verbeterde met 2% en kwam uit op CHF 1,69 miljard en dat was een fractie beter dan consensus. Onderaan de streep verbeterde het netto-inkomen met 35% naar CHF 1,103 miljard. Lafarge verwacht nu over heel 2016 synergie-effecten ter waarde van CHF 550 miljoen en dat is CHF 100 miljoen meer dan eerder was beoogd.

Motivatie

Na een onverwacht moeilijke start van de fusie lijkt het nu de goede kant op te gaan. Een aantal Emerging Markets laat verbetering zien en een aantal problemen in Europa zijn opgelost. Probleemgevallen nemen af in getal en last. Voorlopig blijft LafargeHolcim assets afstoten. Dat moet in 2017 een waarde bereiken van CHF 5 miljard. Voor 2018 komt daar nog eens CHF 1 miljard bij. Voor de periode 2017- 2018 verwacht Lafarge vrije kasstromen ter waarde van CHF 7,5 miljard. In 2017 moet EBITDA uitkomen op CHF 7 miljard. Het dividend gaat naar CHF 2 per aandeel en er worden eigen aandelen teruggekocht ter waarde van CHF 1 miljard tot 2018. Met het oog op de verbeterende onderliggende trends handhaven we het Koopadvies. Het aandeel is niet geschikt voor de Modelportefeuille

6 juni 2017

Koers	€ 49,89	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 45,70	-8,4%
Uitstaande aandelen	574 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 28,627 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 1,311 Mrd.	
ISIN	FR0000125007	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	2,26	22,1	1,24	2,49%
2016	2,28	21,8	1,27	2,55%
2017^V	2,63	19,0	1,29	2,59%
2018^V	3,05	16,4	1,34	2,69%

Status	27-1-2017
Advies	Verkopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

De kernactiviteit van de Groep is de productie en distributie van materialen als glas, keramiek, plastic, gietijzer en aanverwante producten. Eénderde van de omzet wordt behaald in energiebesparende en milieuvriendelijke producten in de bouw. Eén op de vijf huizen in Amerika wordt geïsoleerd door producten van Saint Gobain. De Groep is in vergelijking met de concurrentie relatief innovatief en staat in de top 100 van global innovators gerankt door Thomson Reuters. De uitgaven aan R&D bedragen ca € 400 miljoen op jaarbasis (1% van de omzet). Saint Gobain vraagt op jaarbasis ca 350 patenten aan. De Groep is wereldwijd actief in 66 landen en heeft meer dan 170.000 werknemers.

Huidige ontwikkelingen

De voorzichtige trends over het 1ste halfjaar waren ook nog zichtbaar in het 3de kwartaal. Volumes bleven zich met een plus van 1,6% positief ontwikkelen en werden bedrijfsbreed gedragen. Over de 1ste negen maanden bedraagt de volumestijging 2,8%. Prijzen deden het 0,5% beter in het 3de kwartaal, waardoor de prijsdaling over de eerste negen maanden nog slechts 0,2% bedreegt. De valuta-effecten waren met -3,2% fors. De omzet over de eerste negen maanden daalde met € 500 miljoen naar € 26,03 miljard.

Motivatie

Hoewel de grootste problemen over zijn, laat Europa zeker nog te wensen over. Er is nog steeds grote prijsdruk. Een nadeel voor het bedrijf is ook, dat het vooral gespecialiseerd is in huizenbouw en utiliteitsbouw en niet in infrastructuur. Dat staat een sterk cyclisch herstel in de weg. In dat opzicht blijft Saint-Gobain achter bij veel concurrenten. Dat wordt niet gecompenseerd door een aantrekkelijke waardering. Het dividend is evenmin bijzonder aantrekkelijk. Daarenboven leunt Saint Gobain zwaar op Europa, waar 75% van de omzet vandaan komt. Dat maakt het bedrijf momenteel nog steeds kwetsbaar. Er zijn aantrekkelijkere alternatieven. We adviseren het aandeel te verkopen.

6 juni 2017

Koers	€ 13,96	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 18,40	31,9%
Uitstaande aandelen	212 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 2,953 Mrd.	
Nettowinst (2016)	€ 182 Mln.	
ISIN	NL0000360618	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	0,13	107,3	0,19	1,36%
2016	0,86	16,2	0,21	1,50%
2017^V	0,88	15,9	0,25	1,79%
2018^V	1,29	10,8	0,45	3,22%

Status	27-1-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Het bedrijf is actief op het gebied van het op lease- of verkoopbasis ontwerpen en leveren van offshore energiesystemen (schepen) aan de olie- en gasindustrie. Het gaat hier om zogeheten Floating Production, Storage and Offloading (FPSO) en Floating Storage and Offloading (FSO).

Huidige ontwikkelingen

Maritiem dienstverlener aan de olie- en gasindustrie SBM Offshore heeft in het derde kwartaal van dit jaar fors minder omzet in de boeken gezet ten opzichte van een jaar eerder. Na drie kwartalen bedroeg de omzet van SBM bijna € 1,6 miljard. Daarmee lag deze circa een kwart onder het niveau van een jaar eerder. Voor heel 2016 voorziet het concern nog altijd voor € 2 miljard aan opbrengsten. Voor het 3de kwartaal lag de omzet op € 635 miljoen, waar de markt rekende op € 520 miljoen. Het dal lijkt verlaten. Qua orders lag er eind september € 17,5 miljard aan werk op de plank. Dit betekende een daling van 7% ten opzichte van eind september 2015. Voor het hele jaar voorziet SBM verder een bedrijfsresultaat (ebitda) van € 750 miljoen. De melding van positieve feedback van klanten over een nieuwe generatie FPSO wordt door de kenners als positief gezien.

Motivatie

Er is weinig oog voor de onderliggende waarde van de kennis en kunde van SBM Offshore. Het bedrijf heeft langjarige contracten ter waarde van € 18 miljard voor zijn lease vloot. Daardoor is het bedrijf jaarlijks verzekerd van een EBITDA instroom van € 800 miljoen. Voor 2016 staat al bijna vast dat EBITDA gaat uitkomen op € 750 miljoen, terwijl de capex niet verder komt dan € 90 miljoen. Dat maakt dat SBM ook in moeilijke omstandigheden bovengemiddeld en voorspelbaar presteert. Het dividend komt niet in gevaar en het terugkoopprogramma geeft aan dat SBM Offshore de komende jaren meer aan aandeelhouders wil terug geven. Daar is jaarlijks waarschijnlijk € 200 miljoen voor aanwezig. Dat maakt het aandeel aantrekkelijk in onze ogen. Het advies gaat van Houden naar Kopen. Het aandeel is niet geschikt voor de Modelportefeuille.

6 juni 2017

Koers	€ 76,70	(31/5/2017)
Koersdoel	€ 93,00	21,3%
Uitstaande aandelen	599 Mln.	
Marktkapitalisatie	€ 45,918 Mrd.	
Nettowinst (2016)	2,505 Mrd.	
ISIN	FR0000125486	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2015	3,42	22,4	1,84	2,40%
2016	4,18	18,3	2,02	2,63%
2017^V	4,48	17,1	2,16	2,82%
2018^V	4,78	16,0	2,33	3,04%

Status	27-1-2017
Advies	Kopen
Modelportefeuille	Nee

Algemeen

Vinci is een wereldwijd opererend Frans bouwbedrijf. Het werd in 1899 opgericht als de Société Générale d'Entreprises (SGE). In 2000 werd de naam gewijzigd in VINCI. De onderneming is nu het grootste bouwbedrijf ter wereld. De Groep werkt via vijf segmenten: Concessies, Energie, Wegwerkzaamheden, Constructie, Vastgoed & Overige. De Groep is voornamelijk actief in Europa, Noord-Amerika en het Verenigd Koninkrijk. Vinci heeft ruim 185.000 medewerkers in ca. 100 landen, maar is voornamelijk actief in Europa, Noord-Amerika en het Verenigd Koninkrijk.

Huidige ontwikkelingen

Vinci heeft een matig 3de kwartaal 2016 achter de rug. Over de eerste negen maanden van het jaar daalde de omzet met 2% Naar € 27,63 miljard. Over het 3de kwartaal daalde de omzet met 2,8% naar € 10 miljard en dat was minder dan de verwachte € 10,5 miljard. De daling is vooral te wijten aan de aanhoudende crisis in de Bouw en Infrastructuur in Frankrijk. De Concessies deden het daarentegen goed met een groei van de omzet uit Vliegvelden met 30% en 4,6% uit Tolwegen. Vinci verwacht dat over heel 2016 de omzet zal dalen, maar de winst zal stijgen juist dankzij de Concessies bij Vliegvelden en Tolwegen. In november ging de koers scherp omlaag op het bericht dat de boekhouding niet klopte. Het bericht bleek vals.

Motivatie

De bouw blijft een onzekere ontwikkeling vertonen, maar het ergste lijkt op de Franse thuismarkt achter de rug. De ontwikkelingen bij Concessies zijn aantrekkelijker. Het verkrijgen van concessies is belangrijk voor de winstontwikkeling aangezien 70% van het bedrijfsresultaat hier wordt gerealiseerd met slechts 15% van de totale omzet. Deze inkomsten zijn stabiel van karakter dan bij bouw. Vinci heeft een solide balans en een ruime vrije kasstroom van meer dan € 3 miljard in 2015 en 2016. De waardering is fors. Wij handhaven het Koopadvies. Het aandeel is niet opgenomen in de Modelportefeuille.

Onze dienstverlening

Als gewaardeerd cliënt van ER Capital heeft u recht op een complete dienstverlening.

Deze dienstverlening bestaat uit de volgende zaken:

- Vast aanspreekpunt voor uw beleggingen.
- Professioneel advies ten aanzien van uw effectenportefeuille: asset allocatie, titelselectie, risicomanagement, portefeuille-constructie en verslaglegging.
- Toegang tot de website van ER Capital.
- Wekelijks ontvangst van onze nieuwsbrief met interessante beleggingsmogelijkheden en verdieping.
- Uitnodigingen voor interessante bijeenkomsten die wij samen met ons partnernetwerk aanbieden.

Vermogensadvies

Bij vermogensadvies kan ER Capital pas handelen na uw uitdrukkelijk akkoord voor een transactie.

Vermogensbeheer

Wanneer u voor vermogensbeheer kiest, geeft u een mandaat aan ER Capital. Binnen dit mandaat kan ER Capital vrij handelen.

Vermogensconsultancy

Vermogensconsultancy biedt u de mogelijkheid om uw totaal vermogen door ER Capital te laten monitoren. Eventuele transacties voert u zelf (bij uw eigen bank) uit.

Verslaglegging

ER Capital zal u tenminste op kwartaalbasis op de hoogte houden van alle mutaties in uw portefeuille, het rendement van uw beleggingen, de ontvangen coupons en dividenden. Indien u dit vaker wenst kunnen we dat voor u inregelen. Het portefeuille-overzicht geeft u inzicht in de samenstellingen van uw portefeuille. Uw beleggingen worden ingericht conform uw risicoprofiel en ingedeeld naar risicocategorie, sectoren, valuta. Tevens ontvangt u van ons een toelichting op het gevoerde beleid en onze beleggingsvisie voor het komende jaar. U ontvangt elk jaar in januari een jaaroverzicht waarin gegevens zijn opgenomen die relevant zijn voor uw fiscale aangifte. U kunt ook via internet (www.ercapital.nl) inzage krijgen in uw portefeuille en rekening.

Complete dienstenverlening

Kernwaarde van het huis is het bieden van toegevoegde waarde door complete dienstverlening waaronder vermogensadvies, vermogensbeheer en vermogensconsultancy.

Over ER Capital

Het team van ER Capital bestaat stuk voor stuk uit vakmensen die hun sporen hebben verdiend in het bankwezen en bedrijfsleven.

ER Capital staat voor:

- Klantbelang: wij staan in dienst van u en uw vermogen.
- Beleggingservaring: ruim 100 jaar beleggingservaring in diverse disciplines.
- Specialisme: op het gebied van vastgoedmanagement, vermogensbeheer en corporate finance.
- Rotterdamse mentaliteit: nuchterheid, gezond verstand en hard werken.
- Onafhankelijkheid: wij hebben geen huisfondsen, structured products en ontvangen geen kickback vergoedingen.
- Transparantie: portefeuilles bestaan hoofdzakelijk uit individuele titels.
- Kwaliteit: van het beleggingsproces tot aan de individuele aandelselectie en de mensen.
- Teamwerk: samen met u komen wij tot de beste resultaten.

Vakmanschap

Iets goed doen vanuit intrinsieke motivatie in het streven naar kwaliteit. Iets moois maken dat tevens aan de specificaties voldoet. Een activiteit die zich richt op het proces waarin een vakman zichzelf, zijn kennis, zijn zorg en aandacht investeert.

ER Capital staat in haar beleggingsbeleid voor de volgende zaken:

- Waardering is belangrijk in de keuze van Aandelen vs. Obligaties maar ook voor de stockselectie.
- Dividend bepaalt voor een groot deel het (lange termijn) rendement.
- Cash flow is essentieel (cash is a fact, profit is an opinion).
- Wij weten wat we kopen: wij kopen individuele titels na zorgvuldige analyse en teamoverleg.
- Transparantie: geen onnodige (dubbele) kostenlagen.
- Risicomanagement van groot belang: voorkomen is beter dan genezen.
- Wij zijn een bottom-up belegger: waarde wordt gecreëerd door bedrijven.
- Wij veronachtzamen de macro-omgeving NIET.
- Wij geloven NIET in structured products en andere complexe producten.
- Je moet beloond worden voor het risico dat je neemt

Alfabetische lijst van namen

3M	71	Coca Cola	150
A.P. Moller-Maersk	87	Colgate Palmolive	151
ABB	72	Corning	63
ABN Amro	18	Credit Suisse	21
Accenture	120	CRH	179
Accor	121	Daimler	79
Adecco	122	Danone	152
Adidas	148	Delta Airlines	88
Aegon	32	Delta Lloyd	37
Ahold Delhaize	165	Deutsche Post	89
AIG	33	Deutsche Telekom	99
Air Liquide	58	Diageo	153
Air Products & Chemicals	59	Dow Chemical	64
Airbus Group	73	DSM	65
Alkzo Nobel	60	Dupont de Nemours	66
Allianz	34	E.ON	44
Alphabet	123	Endesa	45
Amazon.com	166	Engie	46
Amgen	134	Erste Group Bank	22
Anheuser-Busch InBev	149	Exxon Mobile	47
Apple	107	Facebook	124
Arcelor Mittal	74	FedEx	90
ASMI	108	Fresenius	138
ASML	109	Fugro	180
ASR	35	GBL	181
AstraZeneca	135	General Electric	80
AT&T	97	Gilead Sciences	129
Axa	36	Goldman Sachs	23
Bam	177	Hal Trust	182
Banco Santander	19	Halliburton	48
BASF	61	Heineken	154
Bayer	62	Hennes & Mauritz	168
BHP Billiton	75	Hochtief	183
Biogen	136	Home Depot	169
BMW	76	HSBC	24
BNP Paribas	20	IAG	91
Boeing	77	IBM	111
Boskalis	178	Inditex	170
BP	43	ING	25
Bristol Myers Squibb	137	Intel	112
BT Group	98	Johnson & Johnson	140
Carrefour	167	JP Morgan Chase	26
Caterpillar	78	KPN	100
Cisco Systems	110	Lafarge Holcim	184
		Linde	67
		Lloyds Banking Group	27

Lufthansa	92	Tesco	173
LVMH	155	TomTom	128
Manpower	125	Total	54
McDonald's	171	TSMC	118
Medtronic	141	TUI	129
Metlife	38	UBS	28
Metro Group	172	Unilever	163
Michelin	81	United Technologies	84
Microsoft	113	UPS	95
Mondelez	156	Veolia Environnement	55
Monsanto	68	Vinci	187
National Grid	49	Visa	29
Nestlé	157	Vodafone	105
Nike	158	Volkswagen	85
NN Group	39	Vopak	56
Nokia	114	Wal-Mart	174
Novartis	142	Walt Disney	130
Oracle	115	Wells Fargo	30
Orange	101	Wolters Kluwer	131
PepsiCo	159	WPP	132
Pernod-Ricard	160	Yum!Brands	175
Pfizer	143	Zurich Financial services	41
Philips	144		
PostNL	93		
PPG Industries	69		
Procter & Gamble	161		
Prudential Financial	40		
Qualcomm	116		
Randstad	126		
Reckitt Benckiser Group	162		
RELX	127		
Repsol	50		
Rio Tinto	82		
Roche	145		
Royal Dutch Shell	51		
Ryanair	94		
Saint Gobain	185		
Sanofi	146		
SAP	117		
SBM Offshore	186		
Schlumberger	52		
Siemens	83		
Statoil	53		
Tele2	102		
Telecom Italia	103		
Telefonica	104		