

Advieslijst Nederlandse aandelen

woensdag 16 april 2014



NOTITIE VAN DE ANALISTEN

De koers van Randstad is dit jaar 16% gedaald, met name na de publicatie van de cijfers over het vierde kwartaal van 2013. De uitzendmarkt in Europa trekt echter verder aan en dit zal in combinatie met lagere kosten tot een hoge winstgroei voor Randstad leiden. Wij hebben ons koersdoel recent verhoogd van EUR 52,50 naar EUR 58.

Naar aanleiding van een recent bedrijfsbezoek hebben wij onze winsttaxaties en koersdoel voor Imtech verlaagd en derhalve ook ons advies gewijzigd naar Niet Aanbevolen (van Speculatief aanbevolen). Het executierisico is hoog omdat de onderneming voor een enorme opgave staat: het verminderen van de grote schuldpositie met een streefbedrag van EUR 400 miljoen voor eind juni 2015. Mocht de onderneming hier niet in slagen, dan heeft dit forse financiële consequenties in de vorm van extra betalingen aan de banken. Het management is daarom volledig geëncmitteerd om deze schuldreductie daadwerkelijk te realiseren. Wij verwachten dat de oplossing hiervoor een combinatie van desinvestering(en) en een aandelenemissie zal zijn.

NL Top Picks

	K/W	Opwaarts potentieel
Aegon	7,4x	29,7%
Ahold	13,9x	4,9%
Akzo Nobel	14,5x	16,7%
Arcelor Mittal	23,7x	16,7%
ASML	20,2x	45,7%
DSM	15,4x	25,0%
Philips	15,8x	21,6%
Randstad	13,0x	46,4%
Royal Dutch Shell	9,5x	7,4%
SBM Offshore	9,1x	55,3%

	Sinds	Rendement
NL Top Picks	1-1-2013	13,1%
AEX Index	1-1-2013	18,3%

AEX Index



Data is gebaseerd op de slotkoersen van 15 april 2014.

Dividend Picks

	Dividend	K/W	Opwaarts potentieel
Ahold	3,5%	13,9x	4,9%
DSM	3,5%	15,4x	25,0%
Royal Dutch Shell	5,4%	9,5x	7,4%

Defensieve Picks

	K/W	Opwaarts potentieel
Arcadis	17,5x	16,8%
Royal Dutch Shell	9,5x	7,4%
Unilever	17,2x	6,0%

Cyclische Picks

	K/W	Opwaarts potentieel
Air France-KLM	-79,8x	-
Arcelor Mittal	23,7x	16,7%
Randstad	13,0x	46,4%

Speculatieve Picks

	K/W	Opwaarts potentieel
Galapagos	37,8x	50,1%
Ten Cate	15,5x	34,8%

Aanbevolen Nederlandse aandelen

Aegon

Aanbevolen

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 6,17	€ 8,00	€ 13,1 MRD	€ 0,23	3,66%	7,4x	€ 0,83	FINANCIËLE DIENSTVERLENING



Bron: Bloomberg
Analist: Tom Muller

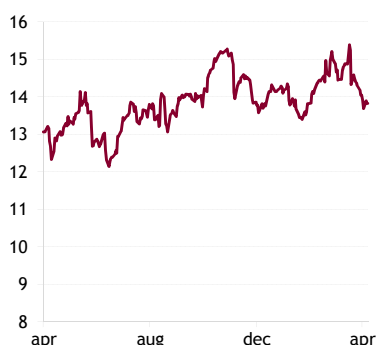
INVESTMENT CASE

- De omzet komt voor 70% uit de Verenigde Staten.
- Het accent in de producten ligt op spaar- en pensioenproducten in de levenssfeer.
- De stijgende rente heeft een positief effect op de belangstelling voor de producten en voor de marges.
- De risico's van de producten zijn grotendeels afgedekt (rente- & aandelenhedges).
- De solvabiliteitsratio voor de verzekeringsgroep (IGD) is gezond op ca. 240% momenteel voor de Nederlandse groep.
- De onderliggende operationele resultaten geven een lichte verbetering aan.
- Wij verwachten dat de bedrijfsschade van de woekerpolisaffaire binnen de normale grenzen blijft.
- De verdere afdekking van het lang leven risico verbetert de lange termijn positie.
- De afboeking van gekapitaliseerde provisies (ruim EUR 2 miljard) in 2014 schoont de balans op

Ahold

Aanbevolen

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 13,82	€ 14,50	€ 13,5 MRD	€ 0,49	3,55%	13,9x	€ 0,99	CONSUMENT BASIS



Bron: Bloomberg
Analist: Tom Muller

INVESTMENT CASE

- De Verenigde Staten is 60% van de omzet, Nederland ruim 35%.
- De Verenigde Staten levert 53% van het bedrijfsresultaat, Nederland 46%.
- Het bedrijfsmodel is gebaseerd op supermarkten, zogenaamde convenience stores en internetverkopen.
- In Nederland past het bedrijf met prijsverlagingen de marktpositie aan.
- Het accent in de winkels verschuift verder naar versproducten.
- De financiële positie is gezond evenals de jaarlijkse kasstroom.
- Het bedrijf is bezig met een aandeleninkoopprogramma van nog resterend EUR 0.9 mrd.
- Naast de integratie van de 80 overgenomen C1000 winkels blijven overnames beperkt.
- In het vierde kwartaal 2013 is de omzet gedaald met 4,2% naar EUR 7,5 miljard en tegen constante valuta's was de daling 1,1%. De omzetcijfers waren conform verwachtingen en in lijn met de marktontwikkelingen in het vierde kwartaal.
- Inkoop van 7% van de uitstaande aandelen via kapitaalsreconstructie heeft plaats gevonden

Air France-KLM

Aanbevolen

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 10,65	Under Review	€ 3,2 MRD	€ 0,00	0,00%	-79,8x	-€ 0,13	INDUSTRIE



Bron: Bloomberg
Analist: Jos Versteeg

INVESTMENT CASE

- Air France-KLM is een cyclische onderneming die later dit jaar en volgend jaar kan profiteren van het economisch herstel in Europa. Volgend jaar komt het bedrijf naar onze schatting uit de verliezen.
- De onderneming voert een ingrijpend kostenbesparingsplan door. Met name bij Air France kunnen nog aanzienlijke kostenbesparingen worden geboekt.
- De vorming van allianties heeft de investeringsdiscipline aanzienlijk verbeterd in de luchtvaart; de bezettingsgraad van de vloot verbetert structureel.
- Door een zeer terughoudend investeringsbeleid kan de onderneming de schuld fors verminderen.
- Het aandeel noteert ver onder de boekwaarde.
- De vervoerscijfers verbeteren, maar november was wel erg zwak.
- Air France-KLM publiceerde 30 januari sterke vervoerscijfers over december na relatief zwakke cijfers over november. Het passagiersvervoer steeg met 3,2% in december en door een beperkte capaciteitsuitbreiding van 2,3% steeg de beladingsgraad naar 82,6% (december 2012: 81,8%).

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 54,84	€ 64,00	€ 13,3 MRD	€ 1,65	3,01%	14,5x	€ 3,77	BASISMATERIALEN



Bron: Bloomberg
Analist: Tom Muller

INVESTMENT CASE

- De omzetverdeling is; Europa 45%, Noord Amerika 20% en overig 35%.
- De productverdeling per bedrijfsresultaat is: decoratieve verven 15%, performance coatings 45% en specialty chemicals 30%.
- In Europa wordt de productie van de decoratieve verven geherstructureerd.
- Ingrijpende maatregelen zullen voor resultatenherstel in 2014 /2015 zorgen.
- De financiële positie is gezond en wij verwachten een verdere dividendverhoging.
- Een herstel van de Europese economie zal ter zijner tijd de resultaten duidelijk kunnen verbeteren.
- In Duitsland en Nederland zijn herstructureringsmaatregelen genomen.
- De omzet daalde in het vierde kwartaal met 5% naar EUR 3.673 miljoen. Het volume steeg met 4%, de prijs daalde met 1%, de verkoop van bedrijfsonderdelen resulteerde in een bijdrage van 3% en valuta invloeden drukten het resultaat met 5%. De volumestijging van 4% was beter dan die van 1% over geheel 2013.

Arcadis

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 26,54	€ 31,00	€ 2,0 MRD	€ 0,60	2,26%	17,5x	€ 1,51	INDUSTRIE



Bron: Bloomberg
Analist: Joost van Beek

INVESTMENT CASE

- Omzetverdeling : Amerika 45%, Europa 20%, Nederland 12% en overige regio's 23%.
- De omzetverdeling in activiteiten is: Infrastructuur 30%, water 15%, milieu 35% en gebouwen 20%.
- Het bedrijf heeft een sterke positie wereldwijd.
- In Europa/Nederland wordt een herstructureringsprogramma uitgevoerd.
- De activiteiten in Brazilië, Azië en Amerika tonen een sterke omzetstijging.
- Recent zijn aantrekkelijke orders uit New York, Parijs , China en ook Nederland verkregen.
- In de nieuw vastgestelde langjarige strategie is de marge voor het bedrijfsresultaat op 11% gesteld (nu 9%).
- Voor Europa wordt een verbetering verwacht mede door de genomen maatregelen.

Arcelor Mittal

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 11,57	€ 13,50	€ 19,3 MRD	€ 0,15	1,33%	23,7x	€ 0,49	BASISMATERIALEN



Bron: Bloomberg
Analist: Tom Muller

INVESTMENT CASE

- De omzetverdeling is: Noord- en Zuid Amerika 45%, Europa 42%.
- De huidige bedrijfsresultaatsverdeling is: Verenigde Staten 63%, Europa 25%.
- Ruim de helft van de Europese fabrieken ligt (tijdelijk) stil, dit zorgt voor winstdruk.
- Voor dit jaar wordt een lichte verbetering van de winst verwacht (grotendeels door kostenmaatregelen). Wij verwachten een Europese importheffing in 2014.
- Door de stijgende zelfvoorziening in ijzererts (60%) en kolen (30%) verbetert de marktpositie en stabiliseert de marge.
- De nettoschuldpositie wordt verlaagd naar USD 17 miljard (was USD 21 miljard eind 2012).
- ArcelorMittal heeft over het vierde kwartaal een omzet behaald van USD 19,8 miljard, een stijging van 2,5% op jaarbasis. De productie van ruw staal steeg met 10% naar 23 miljoen ton en de afleveringen stegen met 4%. De winst plus afschrijvingen (ebitda) per ton steeg 11% naar USD 91.
- De resultaten waren conform verwachting (exclusief bijzondere lasten).
- Het bedrijf bezit een groot staalcomplex (8% van de groepsomzet) in de Oekraïne.

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 61,75	€ 90,00	€ 27,6 MRD	€ 0,76	1,23%	20,2x	€ 3,06	INFORMATIETECHNOLOGIE



Bron: Bloomberg
Analist: Jos Versteeg

INVESTMENT CASE

- ASML is wereldmarktleider in de ontwikkeling en productie van Lithografiemachines. De technische voorsprong op de twee concurrenten Nikon en Canon is zo groot dat ze in de komende jaren niet meer kan worden ingehaald.
- De markt voor chipmachines is cyclisch. ASML heeft de operationele kosten door de invoer van een flexibele schil meer variabel gemaakt, waardoor het bedrijf niet meer zo snel in de verliezen zal komen op het dieptepunt van de markt.
- Het concern maakt vorderingen met de ontwikkeling van de EUV-machines. Wij verwachten een stroom van orders voor deze dure machines tegen het einde van 2014.
- De koers van ASML verdrievoudigde tussen augustus 2011 en oktober 2013, maar is de afgelopen maanden weer wat teruggezakt. Wij vinden het een goed instapmoment vanwege het verwachte succes met de EUV-machines.

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 48,80	€ 61,00	€ 8,9 MRD	€ 1,70	3,48%	15,4x	€ 3,18	BASISMATERIALEN



Bron: Bloomberg
Analist: Tom Muller

INVESTMENT CASE

- Het bedrijfsresultaat komt voor 70% uit Nutrition, 20% Performance Materials en 10% Polymers.
- De afzet naar regio is: Europa 40%, Verenigde Staten 20% en overige regio's 40%.
- Bij Polymers (caprolactam) stagneert de volumeontwikkeling in Azië.
- Een verdere gedaantewisseling door verkopen van bedrijfsonderdelen lijkt aannemelijk.
- Vision 2015 blijft: Autonome omzetgroei 5%-7%, EBITDA 2013 ongeveer EUR 1,35 mrd. Jaarlijkse omzet uit innovaties 20% van totaal.
- De overname van Tortuga is geconsolideerd vanaf 2e kwartaal vorig jaar.
- DSM liet bij Nutrition een verdere groei zien en handhaafde de verwachting voor het hele jaar inclusief herstructureringsmaatregelen.
- De omzet in de VS van omega 3 (visolie) staat nog onder druk; voor vitamine E staan wereldwijd de prijzen onder druk

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 15,99	€ 24,00	€ 0,5 MRD	-	-	37,8x	€ 0,42	GEZONDHEIDSZORG



Bron: Bloomberg
Analist: Tom Muller

INVESTMENT CASE

- Galapagos is gericht op de ontwikkeling van nieuwe medicijnen
- De omzet van R&D bestaat uit mijlpaalbetalingen, waarvan een groot deel al vooraf betaald.
- De tweede test voor reuma (met AbbVie) was positief en bepaalt momenteel grotendeels het succes.
- Het bedrijf heeft in de R&D activiteiten een zestal allianties met internationale farmabedrijven.
- Het aantal klinische testen neemt toe en voor 2014 worden vier fase 2 studies gevoerd
- Een nieuw antibioticum tegen de ziekenhuisbacterie is in ontwikkeling.
- Nieuwe klinische testen (fase II) voor lupus en psoriasis starten.
- Een tweetal door GSK gelicentieerde producten zijn gestopt
- De service divisie is verkocht voor EUR 134 miljoen
- Voor 2014 wordt een omzet verwacht van EUR 125 miljoen en een kaspositie van EUR 170 miljoen.

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 24,67	€ 30,00	€ 23,1 MRD	€ 0,80	3,24%	15,8x	€ 1,56	INDUSTRIE

**INVESTMENT CASE**

- Healthcare is met 42% van de omzet en 56% van van het EBITA veruit de belangrijkste divisie. Lighting is tweede met 35% van de omzet en 28% van het EBIT. Na de verkoop van TV's is Consumer Lifestyle de kleinste divisie met 20% van de omzet en 18% van het EBIT.
- Topman Frans van Houten heeft een uitstekend track record in het verbeteren van bedrijven. Bij Philips kan nog verder op kosten worden bespaard.
- De groei doelstellingen voor het bedrijfsresultaat voor de komende jaren zijn verhoogd met als marge 11-12% (was 10-11%) Voor EUR 1,5 miljard worden aandelen ingekocht (6% van uitstaande aandelen).
- De divisie Healthcare profiteert van de vergrijzing en de groeiende vraag naar healthcare in opkomende landen.
- Verkoop van de teruggenomen activiteiten audio, video en multimedia zal op termijn weer plaatsvinden; de waarde-invoel van EUR 150 miljoen is relatief klein.
- Philips boekte in het afgelopen vierde kwartaal een onderliggende omzetgroei van maar liefst 6,5%. Dat is de hoogste groei sinds het derde kwartaal 2012. De groei was veel beter dan verwacht, want de markt hield rekening met een onderliggende groei van 4%.

Bron: Bloomberg

Analist: Jos Versteeg

Randstad

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 39,62	€ 58,00	€ 7,0 MRD	€ 1,25	3,15%	13,0x	€ 3,04	INDUSTRIE

**INVESTMENT CASE**

- Randstad haalt tweederde van de omzet uit Europa. Slechts een gering herstel kan bij deze vroeg cyclische onderneming al tot een forse resultaatverbetering leiden.
- De VS is met bijna een kwart van de totale omzet de belangrijkste afzetmarkt geworden. De arbeidsmarkt laat daar een geleidelijk herstel zien.
- Randstad profiteert op lange termijn van de toenemende vraag naar flexibilisering van de arbeidsmarkten in Europa.
- De onderneming haalt nog het grootste deel uit Staffing, waar de marges het laagst zijn. Het concern wil de activiteiten voor professionals en Inhouse, waar de marges beter zijn, vergroten. Dat heeft een positief effect op de marges.
- De cijfers over het vierde kwartaal vielen tegen, maar onderliggend zet het herstel wel door. Wij zien de misser als een eenmalig incident en gaan uit van een aanzwellend herstel in de loop van het jaar.

Bron: Bloomberg

Analist: Jos Versteeg

Royal Dutch Shell

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 27,01	€ 29,00	€ 176,8 MRD	€ 1,45	5,36%	9,5x	€ 2,86	ENERGIE

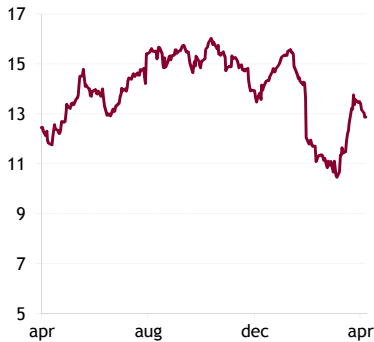
**INVESTMENT CASE**

- Veruit het grootste deel (ca 80%) van de inkomsten komt uit upstream (exploratie en productie). De rest uit downstream (raffinage en handel).
- Wij verwachten dat de olieprijs relatief hoog blijft. De sterke productiegroei in de VS kan worden opgevangen door de groeiende vraag in opkomende landen.
- Shell heeft een uitstekend trackrecord voor de dividendbetaling. Het dividend is vanaf de tweede wereldoorlog nooit verlaagd. De gemiddelde stijging van het dividend over de afgelopen 20 jaar is circa 5%. Het dividend wordt evenwel aangekondigd in US\$; er is dus wel een valutarisico.
- Na een paar zwakke kwartalen in 2013 zullen de resultaten in 2014 geleidelijk verbeteren. Shell geeft geen kwantitatieve verwachtingen meer af voor een langere periode, maar de verhoging van het dividend met 4% toont dat het concern vertrouwen heeft in de opbrengst van de aanzienlijke investeringen van de afgelopen jaren.

Bron: Bloomberg

Analist: Jos Versteeg

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 12,88	€ 20,00	€ 2,7 MRD	€ 0,00	0,00%	9,1x	€ 1,42	ENERGIE



Bron: Bloomberg

Analist: Jos Versteeg

INVESTMENT CASE

- SBM Offshore richt zich volledig op de markt voor FPSO's, omgebouwde olietankers die op volle zee worden afgemeerd en geproduceerde olie opslaan tot een shuttletanker de olie afvoert. Het bedrijf bezit hoogwaardige bewezen technologie om dit veilig te doen.
- Doordat nu vaker olie wordt geproduceerd in gebieden waar geen pijpleiding-infrastructuur is (vaak vanwege de waterdiepte), wordt vaker gekozen voor FPSO's. Het concern spreekt van circa 60 projecten die de komende jaren op de markt komen. SBM Offshore verwacht daar ongeveer een derde van binnen te halen.
- SBM Offshore heeft de grootste vloot FPSO's ter wereld, bestemd voor de verhuur. Deze leasevloot levert een stabiele kasstroom.
- Hoewel moeilijk te schatten gaan wij uit van een worst case scenario met een schikking van circa USD 400 miljoen voor het omkopschandaal in Afrika. De kans is echter groot dat het bedrag veel lager uitkomt. Het bedrijf heeft voldoende middelen om de schikking te betalen. Het effect van zo'n eenmalige last op ons waarderingmodel is zeer beperkt.

Ten Cate

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 21,89	€ 29,50	€ 0,6 MRD	€ 0,52	2,36%	15,5x	€ 1,41	INDUSTRIE



Bron: Bloomberg

Analist: Tom Muller

INVESTMENT CASE

- De omzetverdeling is: Europa 40%, Verenigde Staten 45% en overige regio's 15%.
- De product omzetverdeling is: Protective fabrics/components 40%, gras/geotextiel 55% en overig 5%.
- De productbedrijfsresultaatverdeling is: Protective fabrics/components, 40%, gras/geotextiel 58% en overig 2%.
- Nieuwe samenwerkingen (o.a. BASF, Corning, Kringlan) zijn gevormd voor de productie van thermoplasten voor auto's.
- De financiële positie is voldoende sterk voor verdere omzet- en winstgroei.
- Voor 2016 wordt een verdubbeling van de omzet verwacht.
- De omzet in Defender M daalde 40% eind 2013
- De netto uitstaande schuld is verder verminderd in 2013
- De winstontwikkeling verbeterde langzaam in de loop van het jaar 2013.

Unilever

KOERS	KOERSDOEL	MARKTWAARDE	DIVIDEND	DVD RENDEMENT	K/W 2014E	WPA GECOR.	SECTOR
€ 30,66	€ 32,50	€ 93,3 MRD	€ 1,03	3,35%	17,2x	€ 1,78	CONSUMENT BASIS



Bron: Bloomberg

Analist: Tom Muller

INVESTMENT CASE

- De omzetverdeling is: Ontwikkelende landen 55%, Europa 25% en Verenigde Staten 20%.
- De productverdeling in bedrijfsresultaat is: Persoonlijke verzorging 42%, voeding 37%, ijs 13% en huishoudelijke verzorging 8%.
- De onderliggende omzetstijging liep terug tot 3,2% in het derde kwartaal. Voor het vierde kwartaal wordt weer een herstel verwacht.
- De omzetgroei in ontwikkelende landen en persoonlijke verzorging blijft bovengemiddeld.
- De financiële positie is gezond en de vrije kasstroom blijft ruim.
- Door aankoop van 22% Hindustan Lever bezit Unilever nu 75% van het bedrijf; de valuta-ontwikkeling in dit gebied is negatief.
- De omzetzijging van 5,8% in het vierde kwartaal was lager dan de daling in het derde kwartaal van 6,7%. Onderliggend was een omzetgroei van 4,1% met een volumegroei van 2,7% en prijsstijgingen ter grote van 1,4%. De onderliggende resultaten tonen een lichte verbetering tegenover het derde kwartaal.

Overige Nederlandse aandelen

BEDRIJF	KOERS	ANALIST	KOERSDOEL	MARKTW.	DVD. REND.	K/W 2014E	WPA 2014	SECTOR
OVERIGE AANBEVOLEN AANDELEN								
Aalberts Industries	€ 24,12	Joost van Beek	€ 26,00	€ 2,7 MRD	1,82%	16,2x	€ 1,49	INDUSTRIE
BAM Groep	€ 3,92	Tom Muller	€ 5,00	€ 1,1 MRD	4,68%	7,6x	€ 0,52	INDUSTRIE
BinckBank	€ 7,86	Tom Muller	€ 9,00	€ 0,6 MRD	4,20%	9,1x	€ 0,87	FINANCIËLE DIENSTVERLENING
Heineken	€ 51,54	Tom Muller	€ 55,00	€ 29,7 MRD	1,99%	18,0x	€ 2,87	CONSUMENT BASIS
KAS Bank	€ 10,06	Tom Muller	€ 11,00	€ 0,2 MRD	6,70%	11,3x	€ 0,89	FINANCIËLE DIENSTVERLENING
Kendrion	€ 25,00	Tom Muller	€ 28,00	€ 0,3 MRD	2,59%	14,4x	€ 1,73	INDUSTRIE
Reed Elsevier	€ 14,72	Jos Versteeg	€ 17,00	€ 11,5 MRD	-	N.A.	-	CONSUMENT DUURZAAM
Sligo	€ 29,62	Joost van Beek	€ 30,00	€ 1,3 MRD	3,88%	18,1x	€ 1,64	CONSUMENT BASIS
Wolters Kluwer	€ 19,88	Jos Versteeg	€ 22,00	€ 6,0 MRD	-	N.A.	-	CONSUMENT DUURZAAM
USG People	€ 11,48	Jos Versteeg	Under Review	€ 0,9 MRD	-	N.A.	-	INDUSTRIE
NIET AANBEVOLEN AANDELEN MET KOERSDOEL								
Boskalis	€ 39,70	Tom Muller	€ 40,00	€ 4,8 MRD	2,48%	16,1x	€ 2,47	INDUSTRIE
Brunel International	€ 47,90	Jos Versteeg	-	€ 1,2 MRD	0,00%	N.A.	-	INDUSTRIE
Corbion	€ 16,36	Tom Muller	€ 16,00	€ 1,2 MRD	2,23%	15,7x	€ 1,04	CONSUMENT BASIS
Delta Lloyd	€ 18,09	Tom Muller	€ 19,75	€ 3,5 MRD	6,08%	7,2x	€ 2,51	FINANCIËLE DIENSTVERLENING
Fugro	€ 44,79	Jos Versteeg	€ 40,00	€ 3,8 MRD	4,24%	N.A.	-	ENERGIE
Heijmans	€ 12,63	Tom Muller	€ 13,00	€ 0,3 MRD	1,19%	14,4x	€ 0,88	INDUSTRIE
Imtech	€ 1,45	Joost van Beek	€ 1,50	€ 0,7 MRD	-	-4,8x	-€ 0,30	INDUSTRIE
ING Groep	€ 9,64	Tom Muller	€ 9,50	€ 37,0 MRD	0,00%	17,0x	€ 0,57	FINANCIËLE DIENSTVERLENING
KPN	€ 2,36	Jos Versteeg	€ 2,50	€ 10,1 MRD	0,00%	N.A.	-	TELECOMMUNICATIE
Ordina	€ 1,95	Jos Versteeg	Under Review	€ 0,2 MRD	0,00%	N.A.	-	INFORMATIETECHNOLOGIE
Nutreco	€ 32,04	Tom Muller	€ 33,00	€ 2,3 MRD	2,70%	14,8x	€ 2,17	CONSUMENT BASIS
TomTom	€ 4,53	Jos Versteeg	€ 2,20	€ 1,0 MRD	0,00%	N.A.	-	INFORMATIETECHNOLOGIE
Vopak	€ 42,10	Jos Versteeg	€ 43,00	€ 5,4 MRD	0,00%	N.A.	-	BASISMATERIALEN
OVERIGE NIET AANBEVOLEN AANDELEN								
Ballast Nedam	€ 9,10	Tom Muller	N.A.	€ 0,1 MRD	0,00%	45,3x	€ 0,20	INDUSTRIE
Batenburg	€ 14,07	Tom Muller	N.A.	€ 0,0 MRD	1,46%	45,5x	€ 0,31	INDUSTRIE
Beter Bed	€ 16,46	Tom Muller	N.A.	€ 0,4 MRD	2,19%	29,6x	€ 0,56	CONSUMENT DUURZAAM
Grontmij	€ 3,50	Tom Muller	N.A.	€ 0,2 MRD	0,00%	10,9x	€ 0,32	INDUSTRIE
Macintosh	€ 7,75	Tom Muller	N.A.	€ 0,2 MRD	0,00%	28,8x	€ 0,27	CONSUMENT DUURZAAM
Nedap	€ 30,50	Tom Muller	N.A.	€ 0,2 MRD	4,80%	16,7x	€ 1,83	INDUSTRIE
Pharming	€ 0,47	Tom Muller	N.A.	€ 0,2 MRD	0,00%	-43,3x	-€ 0,01	GEZONDHEIDSZORG
Stern	€ 15,11	Tom Muller	N.A.	€ 0,1 MRD	3,14%	11,7x	€ 1,29	INFORMATIETECHNOLOGIE
TKH	€ 25,11	Joost van Beek	N.A.	€ 1,0 MRD	3,48%	16,2x	€ 1,55	INDUSTRIE
Van Lanschot	€ 17,68	Tom Muller	N.A.	€ 0,7 MRD	0,00%	-	-	FINANCIËLE DIENSTVERLENING
Wessanen	€ 4,01	Tom Muller	N.A.	€ 0,3 MRD	23,69%	92,9x	€ 0,04	CONSUMENT BASIS
OVERIGE NIET AANBEVOLEN AANDELEN MET CONSENSUS DATA								
ASMI	€ 28,43	Jos Versteeg	N.A.	€ 1,8 MRD	0,00%	1,7x	€ 16,25	INFORMATIETECHNOLOGIE
TNT Express	€ 6,51	Jos Versteeg	N.A.	€ 3,5 MRD	0,00%	N.A.	€ -0,19	INDUSTRIE
PostNL	€ 3,07	Jos Versteeg	N.A.	€ 1,3 MRD	0,00%	N.A.	€ -0,39	INDUSTRIE

Disclaimer

Algemeen

Dit onderzoeksrapport is samengesteld door Theodoor Gilissen Bankiers N.V. (hierna: Theodoor Gilissen). Het document wordt in principe eens in de twee weken gepubliceerd op woensdag van de even kalenderweken. De in deze publicatie vermelde gegevens zijn ontleend aan door Theodoor Gilissen betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Voor de juistheid en volledigheid van de genoemde feiten, gegevens, meningen, verwachtingen en uitkomsten kan Theodoor Gilissen niet instaan. Theodoor Gilissen geeft geen garantie of verklaring omtrent genoemde juistheid en volledigheid, noch uitdrukkelijk noch stilzwijgend. Theodoor Gilissen aanvaardt dan ook geen aansprakelijkheid voor schade die het gevolg is van de onjuistheid en/of onvolledigheid van bedoelde informatie. Dit rapport dient niet te worden opgevat als een aanbod om waardepapieren te verkopen, noch als een uitnodiging tot aankoop ervan. De adviezen en aanbevelingen in dit rapport zijn generiek van aard en houden derhalve geen rekening met de specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes van de ontvanger. De ontvanger mag de adviezen en aanbevelingen uit het rapport dan ook niet aanmerken als een persoonlijk advies: de ontvanger moet zijn of haar eigen adviseur raadplegen om te overleggen of het effect dat in dit rapport aan bod komt, voor hem of haar een passende investering is en/of de adviezen en aanbevelingen in het rapport in overeenstemming zijn met zijn of haar beoogde risicoprofiel. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Theodoor Gilissen verricht geen investment banking of andere corporate finance activiteiten voor de in dit rapport vermelde bedrijven. De adviezen van Theodoor Gilissen zijn gebaseerd op de verwachting van de 12 maands koersperformance vanaf het moment van publicatie van dit rapport. Opinies, feiten en meningen in dit rapport kunnen zonder nadere aankondiging worden gewijzigd. De verspreiding van dit rapport in andere jurisdicties dan in Nederland is mogelijk aan restricties onderhevig en de ontvanger van dit rapport dient zichzelf te informeren over eventuele restricties. Theodoor Gilissen verbiedt nadrukkelijk het herverspreiden van dit rapport via internet of op een andere manier en aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor de acties van derde partijen op dit gebied. Het auteursrecht van deze publicatie berust bij Theodoor Gilissen. De ontvanger van dit rapport is gebonden aan de restricties zoals vermeld staan in deze disclaimer. Het is verboden voor derde partijen om dit rapport te verspreiden via internet of op een andere manier. Theodoor Gilissen is niet aansprakelijk voor derde partijen die dit rapport verspreiden of herproduceren.

Informatieverstrekking

Analisten, genoemd in dit rapport, verklaren dat (i) opinies, visies en aanbevelingen die in dit rapport gedaan worden, zijn of haar persoonlijke visie weerspiegelen, (ii) de gebruikte informatie in dit rapport is ontleend aan bronnen die betrouwbaar worden geacht en (iii) geen deel van zijn of haar vergoeding was, is of zal gerelateerd zijn aan specifieke opinies, visies en aanbevelingen die gedaan zijn in dit rapport. Het beleid van Theodoor Gilissen streeft ernaar te publiceren op basis van nieuws, ontwikkelingen en visies gerelateerd aan specifieke bedrijven, sectoren of markten. De AFM (Autoriteit Financiële Markten) is de toezichthouder op de handelswijze en de informatieverstrekking van alle partijen op de financiële markten in Nederland. Meer informatie kunt u vinden op www.gilissen.nl.

Adviseringmethodiek

Koersdoelen zijn gebaseerd op (i) financiële prognoses van analisten Jos Versteeg en Tom Muller van Theodoor Gilissen, (ii) prognoses van bronnen die betrouwbaar geacht worden en (iii) waarderingsmodellen die gebruikt worden door de Research-afdeling van Theodoor Gilissen. Bij de waardering maken analisten gebruik van verdisconteerde kasstroommodellen (DCF) en vergelijking van gelijkwaardige bedrijven (Peer Group analyse). Theodoor Gilissen hanteert de adviezen Aanbevolen en Niet Aanbevolen. De basis voor de methodiek van afgegeven adviezen is als volgt:

Aanbevolen: het aandeel heeft een verwacht koerspotentieel dat uitgaat boven het gemiddelde van de Nederlandse markt gecorrigeerd voor risico, bedrijfsvoering en bedrijfsmodel

Niet Aanbevolen: het aandeel heeft een verwacht koerspotentieel dat niet boven het gemiddelde van de Nederlandse markt uitgaat gecorrigeerd voor risico, bedrijfsvoering en bedrijfsmodel