

13 oktober 2023



Aberfeld
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

INHOUD



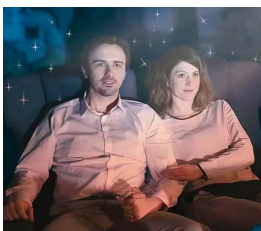
Een ruige september is eindelijk voorbij 3

September deed zijn reputatie eer aan als de zwaarste periode van het jaar voor aandelenbeleggers. Vragen over de ontwikkeling van de inflatie, de kracht van de economie, en wat de volgende stappen van de Federal Reserve zijn....



Vopak slaat nieuw rendement op 5

Met zijn strategie 'shaping the future' zet Vopak vol in op de energietransitie. Het bedrijf bouwt onder andere bestaande olieopslaglocaties om tot infrastructuuro oplossingen die gericht zijn op hernieuwbare energie...



Kinopolis staat in de startblokken om te gaan 7

De grootste speler in Canada (Cineplex) boekte in augustus een box office-omzet van \$67,6 miljoen, wat neerkomt op 120 procent van het niveau voor Covid. Het betreft de derde hoogste omzet ooit in de maand augustus voor de Canadese groep....



Specialist aan het woord 10

September is vaak een slechte maand en ook in 2023 is dat weer onderstreept. Voorafgaand aan september zagen we ook in augustus de koersen al flink dalen. We hebben dus een slechte nazomer gehad op de beurs, maar het tij lijkt te keren...



Ongunstige uitspraak woekerpolis: NN Group verliest bijna €2 miljard aan beurswaarde 12

Op 27 september werd bekend dat de rechter in een tussenvonnis de woekerpolishouders op een aantal belangrijke punten in het gelijk heeft gesteld. Hoewel daarmee het definitieve oordeel nog niet is geveld...



NN Group, geen risico en wel 3% per jaar, het is mogelijk 14

We hebben een optiestrategie rond NN Group opgetuigd, waarmee de kans op verlies minimaal is. Omdat er gedurende de looptijd van de strategie dividend wordt uitgekeerd, kan het maar zo zijn dat het zelfs onmogelijk is om verlies te maken....

Beleggen kent risico's. Uw inleg kan minder waard worden.

Indien u gebruik maakt van artikelen en opinies gepubliceerd door (medewerkers van) Aberfeld Vermogensbeheer in deze publicatie of elders dan gaat u akkoord met het feit dat u gebonden bent door de in onze disclaimer (aberfeld.nl/disclaimer) omschreven voorwaarden.

Een ruige september is eindelijk voorbij

September deed zijn reputatie eer aan als de zwaarste periode van het jaar voor aandelenbeleggers. Vragen over de ontwikkeling van de inflatie, de kracht van de economie, en wat de volgende stappen van de Federal Reserve (Fed) zijn, zullen pas later in het jaar worden beantwoord, waardoor beleggers met een tekort aan zekerheid het gevoel krijgen dat de wind uit alle hoeken kan komen. Maar nu de dagen in oktober donkerder worden, zou de stemming op de markt zonniger moeten worden. Vergeet niet dat, nu de kalender naar oktober is verschoven, de aandelen ook overgaan van een seizoensmatig zwakke tijd van het jaar naar een periode die historisch gezien tot de beste behoort.

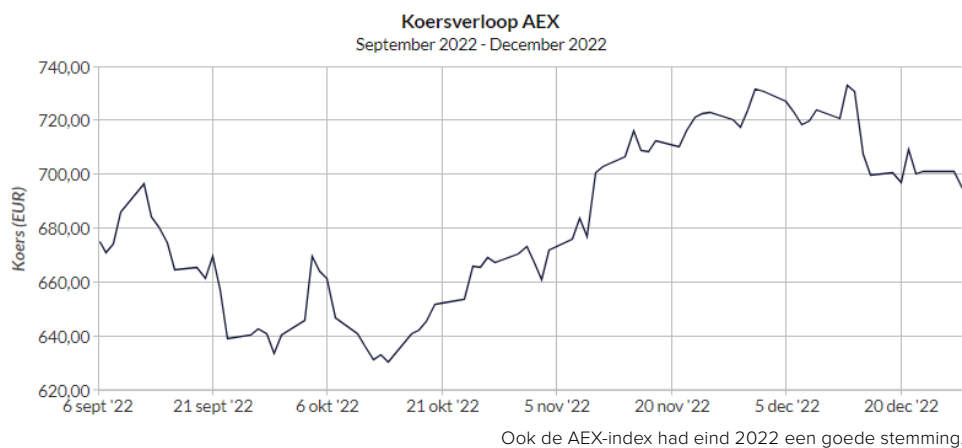
De Fed komt pas in november weer bijeen, dus er zal nog een aantal weken een vacuüm aan nieuws op het vlak van het monetaire beleid blijven bestaan. Het disfunctioneren van het Congres in Amerika zou tot een sluiting van de overheid kunnen leiden, hoewel dat voor het land een groter probleem is dan voor de aandelenmarkt. In Amerika is de banengroei robuust, de werkloosheid laag en de lonen matigen.

Ondanks de overweldigende kracht van de banengroei, weerspiegelden de cijfers van september een opmerkelijke matiging op de lonen. Het gemiddelde uurloon steeg in september met maar 0,2%, wat 0,1 procentpunt onder de verwachtingen lag. Dat was de lichtste maandelijkse loonstijging in bijna anderhalf jaar sinds februari 2022. De afkoeling van de lonen

is net zo opmerkelijk als de sprong in de banengroei, waar het ook voor een deel gaat om 'oude banen' van voor corona. Nu de loongroei en de prijsinflatie snel afnemen en de stijging van de lange rente een verkrapting van de financiële omstandigheden te weegbrengt, is het nog niet zeker of de Fed de noodzaak voelt om de kortetermijnrente in november of december nog een laatste keer te verhogen.

De belangrijkste factor die zal bepalen of de centrale bank van Europa de rente opnieuw wil verhogen, zijn de cijfers van de inflatie. De Nederlandse en de Duitse inflatie kwamen in september uit op respectievelijk 0,2% en 0,3%. Wanneer dit voor de rest van Europa als voorbeeld dient en we aansluitend een vertraging zien in de economische groei lijkt het alsof





we langs het randje van een recessie gaan. Wat de verwachting alleen maar steunt is dat er in Europa geen verhogingen meer zouden komen.

Door de oorlog in de Gazastrook wordt de wereld weer opgeschud. Het is verschrikkelijk wat daar gebeurt, veel geweld en onschuldige slachtoffers. Dit conflict zal niet van de ene op de andere dag voorbij zijn. Maar hoe merkwaardig het ook klinkt, geopolitiek spanningen hebben over het algemeen de neiging om niet al te lang boven de markt te blijven hangen, maar het zijn meer de indirecte gevolgen die hun uitwerking hebben op de markt.

Hoewel wij de emotie en onzekerheid bij beleggers zien, beheren wij onze beleggingsportefeuilles op basis van fundamentele feiten en kennis. Uiteindelijk bepaalt namelijk niet emotie de koers van een aandeel, maar de ratio. Zo niet op de korte termijn, dan in ieder geval op de lange termijn - zolang het bedrijf op de juiste route blijft. In de tussentijd ontvangen wij bij veel aandelen veelal fraaie dividenden.



We kunnen stellen dat het verhogen van de rente om de economie af te remmen en de inflatie te beteugelen ook een keerzijde kent. De andere kant van de medaille zal zijn dat er vertraging gaat optreden, de inflatie gaat dalen en er een tegengestelde reactie komt. Een periode van afkoeling en prijsdalingen. Dit is niet vast te leggen op een tijdlijn, dat kan een paar maanden duren, een halfjaar of misschien langer. Maar uiteindelijk zal de rente weer dalen om de economieën te stimuleren en komt het pad vrij voor stijgende aandelenkoersen. Beleggen is en blijft vooruitzien en tussentijdse dalingen moet men niet van de wijs laten brengen.

Het is uitermate belangrijk om te spreiden over groei-, waarde-, en dividendaandelen in uw portefeuille om hiermee de risico's zo goed mogelijk te beheersen. Zeker in de komende tijd is het belangrijk dat men de juiste aandelen in de portefeuille opneemt die, ongeacht eventuele koersschommelingen, voor een goede cashflow zorgen. Dat is wat wij bij Aberfeld doen voor onze klanten, we hebben een langetermijnvisie waarin we fundamenteel kijken naar de ontwikkeling van een bedrijf, wat zich vervolgens uit in de koers.

Door invloeden van de geopolitiek, inflatie en rente ontstaan reacties van de beleggers in de markt, waardoor er soms volatiliteit en onrust ontstaat. Daar moet een belegger doorheen en voor de korte termijn heeft deze in ieder geval het dividendrendement. Bovendien kan door het gericht inzetten van opties het rendement dát extra duwtje in de rug worden geven. Hoe wij dat doen? Dat leg ik u graag in een persoonlijk gesprek uit. Dat kan bij ons in Haarlem, maar ik kom ook met alle plezier naar u toe.

Hartelijke groet,
Janette Buitenkamp

Vopak slaat nieuw rendement op

Met zijn strategie 'shaping the future' zet Vopak vol in op de energietransitie. Het bedrijf bouwt onder andere bestaande olieopslaglocaties om tot infrastructuuroplossingen die gericht zijn op hernieuwbare energie. Met nieuwe samenwerkingen en langlopende contracten kunnen beleggers rekenen op een duurzaam rendement, iets dat nog niet lijkt te zijn verwerkt in de aandelenkoers.

Begin dit jaar kondigde Vopak tijdens de presentatie van de jaarcijfers een strategische heroriëntatie aan. De focus van het bedrijf komt nog meer te liggen op infrastructuuroplossingen voor koolstofarme en hernieuwbare waterstof, ammoniak, CO₂, langdurige energieopslag en duurzame grondstoffen. Voor de periode tot 2030 heeft Vopak voor deze activiteiten € 1 miljard aan groeikapitaal uitgetrokken, wat neerkomt op de helft van het totale bedrag dat in deze periode aan groeikapitaal beschikbaar is.

Om de ambities waar te maken startte Vopak al in 2016 samen met Moda Midstream de joint venture Vopak Moda Houston voor de bouw van een terminal in de haven van Houston. Houston is de grootste en drukste zeehaven van de Verenigde Staten en het op een na grootste petrochemische complex ter wereld. De terminal is sinds eind 2021 operationeel en exploiteert een ammoniakterminal met opslagtanks en een dok met meerdere diepwaterligplaatsen. Het is momenteel de enige ammoniakterminal

in Houston met diepwatercapaciteiten, zodat het zowel zeer grote gastransportschepen kan ontvangen als binnenvaartschepen. Vopak Moda is via meerdere pijpleidingen voor aardgas en water rechtstreeks verbonden met het petrochemische complex in de haven van Houston. Op 3 oktober werd bekend dat Vopak Moda met INPEX, Air Liquide en LSB Industries een samenwerking is aangegaan voor de ontwikkeling van een project in Houston voor de productie en export van koolstofarme ammoniak.

Het is de bedoeling dat het project eind 2027 op jaarbasis meer dan 1,1 miljoen ton koolstofarme ammoniak produceert. Tevens moet het mogelijk zijn om de locatie in de toekomst verder uit te breiden. In Los Angeles investeerde Vopak de afgelopen maanden € 30 miljoen voor het ombouwen van ruim twintig opslagtanks voor olie. In de nieuwe tanks kan Sustainable Aviation Fuel (SAF) en hernieuwbare diesel worden opgeslagen. Vopak heeft voor deze opslaginfrastructuur een lange termijnovereenkomst gete-



kend met Neste, dat de grootste producent van SAF en hernieuwbare diesel ter wereld is.

Minder afhankelijk van olie

Vopak ontdoet zich van activiteiten die niet kunnen worden omgebouwd of niet binnen de strategie passen. Halverwege mei bereikte het bedrijf een overeenkomst met BWC Terminals voor de verkoop van zijn terminal in het Amerikaanse Savannah, die grotendeels wordt gebruikt voor de opslag van plantaardige oliën, asfalt en speciale chemicaliën. Met de verkoop was een bedrag gemoeid van \$106 miljoen. De netto-opbrengst is in de halfjaarcijfers gerapporteerd als bijzondere bate.

Halverwege september volgde de verkoop van drie chemische opslagterminals in Rotterdam aan de Britse belegger Infracapital. Van de € 407 miljoen die Vopak voor deze verkoop ontvangt, blijft uiteindelijk netto een bedrag van € 368 miljoen over. Deze transactie wordt naar verwachting voor het einde van het jaar afgerond. De desinvesteringen zorgen ervoor dat Vopak op lange termijn minder afhankelijk wordt van olie.

Op korte termijn blijft de volatiliteit van de olieprijs wel een rol spelen in de resultaten, wat zichtbaar was in de halfjaarcijfers. Mede dankzij de boycot van Russische olie door Europa en de Verenigde Staten is er meer behoefte aan grotere buffers, wat betekent dat de vraag naar de opslag van olie hoog blijft. Over de eerste zes maanden steeg de omzet van Vopak op jaarbasis met 8,9% naar € 721 miljoen en verbeterde de ebitda van € 433 miljoen naar € 494 miljoen. Activiteiten in de oliemarkten droegen voor € 53 miljoen bij aan de ebitda. Vopak schat de ebitda voor heel 2023 op minimaal € 950 miljoen. De vooruitzichten voor de oliemarkten zijn positief.

Volgens het Internationaal Energieagentschap (IEA) ligt de vraag naar olie op een recordniveau, gestimuleerd door een toename van het aantal zomerse vliegvakanties. Het IEA verwacht dat de wereldwijde vraag naar olie dit jaar met 2,2 miljoen vaten per dag toeneemt tot een dagelijkse vraag van 102,2 miljoen vaten. Nu het erop lijkt dat er een einde is gekomen aan de inhaalrace die na de pandemie plaatsvond en de energietransitie in een stroomversnelling komt, houdt het IEA er rekening mee dat de groei in 2024 zal vertragen naar 1 miljard vaten olie per dag.

Kansen:

- De energietransitie zal de komende jaren naar verwachting verder versnellen.
- Meerjarige contracten zorgen voor stabiele terugkerende inkomsten.
- Dankzij de recente desinvesteringen is de financiële balans versterkt.

Bedreigingen:

- Door de volatiliteit van de olieprijs kan de winstgevendheid fluctueren.
- Een economische recessie kan ertoe leiden dat bedrijven en overheden hun investeringen in duurzame energie op een lager pitje zetten.
- De verkoop van terminals kan bij economische tegenspoed tegenvallen.

Conclusie

Aberfeld gelooft in de strategie van Vopak en het aandeel staat dan ook al langere tijd op onze kooplijst. De energietransitie is volop gaande en olie- en gasbedrijven die daar niet op inspelen zullen de boot missen. Door bestaande faciliteiten om te bouwen blijft Vopak een belangrijke speler in Amerikaanse havens en zorgen meerjarige overeenkomsten voor stabiele terugkerende inkomsten. De verkopen van de terminals in Savannah en Rotterdam maken dat Vopak voor zijn resultaten minder afhankelijk wordt van de olieprijs, waarmee het risicoprofiel verbetert. Ook versterken deze transacties de financiële balans van het bedrijf. Wij zien Vopak nog als een van de dividendkampioenen van Nederland. Momenteel bedraagt het dividendrendement 3,5%. Gezien de recente ontwikkelingen rond Vopak verbaast het ons dat de aandelenkoers de afgelopen maanden is gedaald. Naar onze mening zou de belegger de aandelen op de huidige koers kunnen oppikken. Aberfeld hanteert voor Vopak een koersdoel van € 45.

Fundamentele kenmerken Vopak

| | |
|----------------------------------|--------------------|
| ISIN-code: | NL0009432491 |
| Ticker: | VPK |
| Sector: | Olie- en gasopslag |
| Beurs: | Amsterdam |
| Marktkapitalisatie: | € 3,95 miljard |
| Vrij verhandelbare aandelen: | 63,758 miljoen |
| Aantal uitstaande aandelen: | 125,585 miljoen |
| Koers 3 oktober: | € 31,18 |
| Koers hoog afgelopen 12 maanden: | € 35,92 |
| Koers laag afgelopen 12 maanden: | € 18,47 |
| Koers-winstverhouding: | 10,1 |
| Dividendrendement: | 3,5% |

Kinopolis staat in de startblokken om te gaan...

De grootste speler in Canada (Cineplex) boekte in augustus een box office-omzet van \$67,6 miljoen, wat neerkomt op 120 procent van het niveau voor Covid. Het betreft de derde hoogste omzet ooit in de maand augustus voor de Canadese groep. Er werden meer dan 6,1 miljoen gasten waargenomen wat neerkomt op 107 procent van het niveau van augustus 2019. Gecombineerd over de maand juli en augustus bedroeg de omzet 121 procent van het niveau over dezelfde maanden in 2019. Aberfeld hoort vanuit het België dat Kinopolis cashflowmatig een ijzersterke augustusmaand achter de rug heeft. Het schuldenniveau van de groep zal in rap tempo worden afgebouwd. Aberfeld heeft een positie in het aandeel opgebouwd.

‘Barbenheimer’ kan resultaten over het derde kwartaal een duwtje in de rug geven

Op de beurs van Brussel consolideert de koers van bioscoopuitbater Kinopolis al geruime tijd. Desalniettemin zien de vooruitzichten voor dit bedrijf er zonder meer uitstekend uit. De gevolgen van de pandemie zijn zo langzamerhand verwerkt en het derde kwartaal kondigt zich veelbelovend aan. De berichten en filmpjes op sociale media waarin de huidige succesfilms Barbie en Oppenheimer (Barbenheimer) meer en meer mensen naar de bioscoop jagen geeft aan dat social media en trends met elkaar zijn verbonden. Beide films zijn blockbusters en de uitpuiende kassa's zullen, samen met enkele andere veelbelovende releases, een positieve invloed hebben op de resultaten van Kinopolis. Kinopolis komt op donderdag 26 oktober met een trading update over de gang van zaken in het derde kwartaal. Beter dan verwachte cij-

fers moeten wat ons betreft de beurskoers een duwtje in de rug geven. Het aandeel Kinopolis staat volgens ons in de startblokken om te knallen, zodat we het aandeel een koopadvies geven.

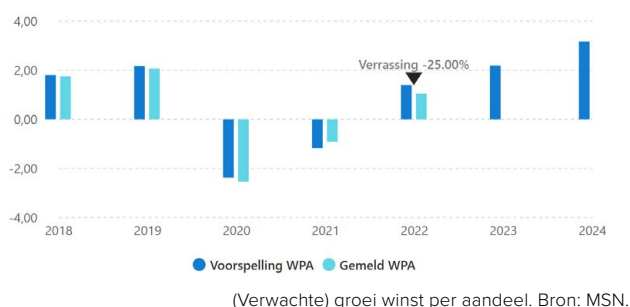
Profiel

Kinopolis Group ontstond in 1997 uit de fusie van twee familiale bioscoopgroepen en zette de stap naar de beurs in 1998. In Europa heeft Kinopolis momenteel 63 bioscoopcomplexen verspreid over België, Nederland, Frankrijk, Spanje, Luxemburg, Zwitserland en Polen. Na de overname van de Canadese bioscoopgroep Landmark Cinemas en de Amerikaanse bioscoopketen MJR Digital Cinemas baat Kinopolis Group nu ook 38 bioscopen uit in Canada en 10 in de Verenigde Staten. In totaal baat Kinopolis Group momenteel wereldwijd 111 bioscopen uit, die samen beschikken over 1.138 zalen en meer



dan 200.000 zitplaatsen. Bij Kinopolis werken meer dan 4.000 mensen, die zich allemaal inzetten om de miljoenen bezoekers een onvergetelijke filmervaring te bezorgen. De ambities zijn op dat vlak hoog. Kinopolis wil de filmliefhebbers de 'ultimate movie experience' bieden. Hiervoor ontwikkelde Kinopolis een vernieuwend bioscoopconcept dat binnen de sector als baanbrekend model geldt. Naast haar bioscoopactiviteiten is de groep ook actief in filmdistributie, evenementenorganisatie, schermreclame en vastgoedbeheer.

De structuur van Kinopolis Group is afgestemd op zijn geografische markten en wordt gekenmerkt door een platte organisatie waarin snel beslissingen kunnen worden genomen. De organisatie bestaat uit zeven kernactiviteiten: Box Office, In-Theater Sales, Business-to-Business, schermreclame (Brightfish), film-distributie (KFD), Real Estate en Digital Cinema Services. Een sterke troef bij dit bedrijf is dat Kinopolis ook eigenaar is van de meeste complexen. De solide financiële positie heeft het bedrijf niet alleen door de covidcrisis met de gedwongen sluiting van bioscoopzalen geloodst, maar laat ook voldoende ruimte voor acquisities. Daarbij wordt onder andere de Franse markt gevisieerd. Drie maanden na de overname van de Gaumont bioscoop in Amnéville, nam Kinopolis dit jaar een tweede Franse bioscoop over, die tot het Pathé netwerk behoort. Het management gaat daarnaast praten op het gebruik van de laatste technologische snufjes. Met de aankoop van 171 laserprojectoren bij Cinionic werd onlangs opnieuw een grote stap gezet in de transitie naar laserprojectie. Dat zal een bijkomende energiebesparing opleveren van ongeveer 1,5 GW per jaar. Tegen eind 2023 zal naar verwachting bijna 80% van de Europese schermen en 60% van alle schermen van Kinopolis gebruik maken van laserprojectie.



Cijfers

Kinopolis kende een sterk eerste kwartaal van 2023. Het rapport over die verslagperiode was vooral kwa-



litatief, want de meeste cijfergegevens, zoals omzet en winst, werden niet ingevuld. Ondanks het gegeven dat het filmaanbod uit Hollywood nog steeds niet volledig is hersteld van de pandemie, werden er hogere inkomsten per bezoeker gerealiseerd. De omzet was zelfs hoger dan in dezelfde periode in 2019, wat het laatste 'normale' jaar was voordat covid-19 het bioscooplandschap grondig door elkaar schudde.

Kinopolis verwelkomde in het eerste kwartaal 8,1 miljoen bezoekers, een stijging van 36,1% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2022. Hoewel dat resultaat werd bereikt met een groter aantal bioscopen, was dat nog slechts 8,4% minder dan in dezelfde periode in 2019. De ebita en de ebitda verbeterden niet alleen ten opzichte van vorig jaar maar ook ten opzichte van precoronajaar 2019. Ten opzichte van december 2022 daalde de leverage ratio aanzienlijk. Ondanks belangrijke investeringen, mutaties in het werkkapitaal en een acquisitie bleef de netto financiële schuld (exclusief leaseverplichtingen) min of meer constant op € 424,8 miljoen. Het tweede kwartaal begon in elk geval met een sterke paasperiode, mede dankzij het succes van The Super Mario Bros. Movie, en het filmaanbod voor de komende maanden ziet er veelbelovend uit. Zoals reeds vermeld vermelden we op 26 oktober meer over de gang van zaken in het derde kwartaal.

Pro's:

- De meeste bioscoopzalen zijn het eigendom van Kinopolis, wat bij de concurrentie niet het geval is.
- Door een aantal grote kaskrakers kan 2023 uitgroeien tot een goed jaar.
- Herstel na de pandemie komt goed op gang.

Contra's:

- Het aantal bezoekers is afhankelijk van het filmaanbod en daarop heeft het bedrijf geen invloed.
- Externe gebeurtenissen zoals de pandemie kunnen de normale gang van zaken verstoren.
- Hoge inflatie of een economische recessie kunnen bezoekersaantallen onder druk zetten, maar dat is vooralsnog niet het geval.

Conclusie

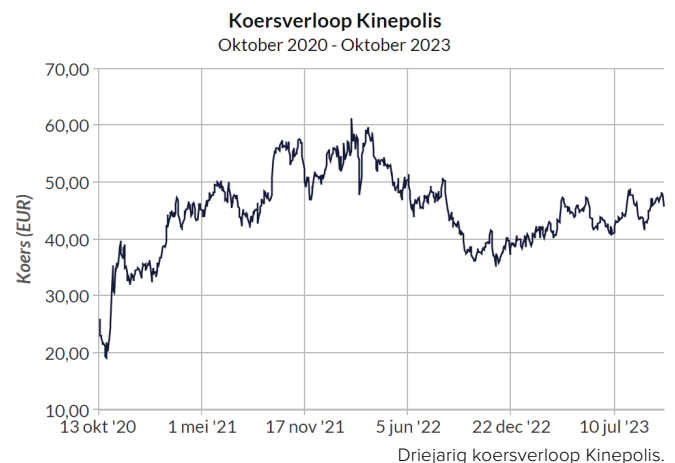
Kinepolis is een van onze favoriete aandelen op de beurs van Brussel. Het aandeel moet eerder vroeg dan laat flink hogere koersen aankunnen. Het staat in de sterren geschreven dat die resultaten niet zullen tegenvallen. Er mag in dat verband van het 'Barbenheimer'-effect worden gesproken. Wereldwijd is iedereen enthousiast over de films 'Barbie' en 'Oppenheimer', met Japan misschien als uitzondering die de regel bevestigt. De Japanners vinden de combinatie van Barbie met de uitvinder van de atoombom namelijk een regelrechte provocatie. Op de sociale media wordt getoond hoe actrice Margot Robbie (Barbie in de gelijknamige film) in de armen van Cillian Murphy (die in 'Oppenheimer' de natuurkundige Robert Oppenheimer speelt) op de vlucht is voor een atoombom. Het behoeft geen verdere uitleg dat dat in Japan onaangename herinneringen oproept. De atombommen op Hiroshima en Nagasaki, die het leven van vele duizenden Japanners kostten, zitten immers verankerd in het nationaal geheugen.

Buiten het land van de rijzende zon doen deze films de kassa's van de bioscoopuitbaters rinkelen. Branchegeenoot Cineplex, de Canadese marktleider, kondigde aan dat in augustus een box office-omzet van \$67,6 miljoen behaalde. Canada is ook een belangrijke markt voor Kinepolis en zou dit boekjaar zelfs goed moeten zijn voor een kwart van het totaal aantal bezoekers. Het Amerikaanse AMC, een andere branchegeenoot, maakte eerder al bekend dat het in de periode 21–27 juli de hoogste mondiale omzet ooit heeft gerealiseerd. Overall ter wereld profiteren de bioscopen momenteel enorm van een ijzersterk filmaanbod en ook voor Kinepolis liggen de kaarten gunstig geschud.

Voor de komende maanden staan er eveneens grote filmlanceringen op het programma en dat moet de resultaten van bedrijven als Kinepolis in positieve zin beïnvloeden. Zo zijn in het najaar onder andere de

films Teenage Mutant Ninja Turtles: Mutant Mayhem, Meg 2: The Trench, Napoleon en The Hunger Games: The Ballad Of Songbirds And Snake te zien. Kaskrakers van dit formaat kunnen een katalysator voor de koers van het aandeel Kinepolis worden. Op de Brusselse beurs is dit aandeel sinds de lente wat blijven 'hangen', nadat het aandeel eerder had geprofiteerd van (vage) overnamegeruchten in de bioscoopwereld. Aberfeld vindt die overnamegeruchten juist een extra argument om Kinepolis aan te schaffen.

De koers kan in beweging komen wanneer er op 26 oktober goed nieuws bekend wordt gemaakt. Kinepolis heeft nog een koers-achterstandje goed te maken, dus het opwaarts potentieel is aanzienlijk. Aberfeld blijft zich erover verbazen dat de koers van deze Belgische parel niet allang boven de € 50 noteert, ons eerste koersdoel is €55.



Fundamentele kenmerken Kinepolis

| | |
|----------------------------------|-----------------|
| Winst per aandeel 2022: | €1,01 |
| Tax winst per aandeel 2023: | €2,45 |
| Tax winst per aandeel 2024: | €3,48 |
| Koers-winstverhouding 2022: | 44,50 |
| Koers Kinepolis: | €45 |
| ISIN code: | BE0974274061 |
| Tickersymbool: | KIN.BR |
| Koers hoog afgelopen 12 maanden: | €49,30 |
| Koers laag afgelopen 12 maanden: | €35,04 |
| Dividend: | €0,26 |
| Dividendrendement: | 0,70% |
| Aantal uitstaande aandelen: | 27,8 mln. stuks |
| Marktkapitalisatie: | €1,05 mld. |
| Sector: | film |
| Payout: | 25,67% |
| Eigen vermogen per aandeel: | €5,80 |

Specialist aan het woord

September is vaak een slechte maand en ook in 2023 is dat weer onderstreept. Voorafgaand aan september zagen we ook in augustus de koersen al flink dalen. We hebben dus een slechte nazomer gehad op de beurs, maar het tij lijkt te keren. De maand oktober is voor de aandelen goed begonnen en wij verwachten dat dit het beeld voor de gehele maand zal zijn.

De belangrijkste oorzaak voor de stijging van aandelen sinds 4 oktober is de afnemende angst voor een Amerikaanse renteverhoging in november. Uit de notulen van de Federal Reserve (Fed) bleek dat de bestuurders het beleid 'voorzichtig' willen voortzetten. De markt lijkt in deze notulen te lezen dat de noodzaak voor verdere verhogingen niet meer zo groot is. Daar komt bij dat Fed-bestuurders ook al hadden laten vallen dat de centrale bank minder hoeft te doen omdat de langetermijnrentes al fors zijn opgelopen.

Dat centrale banken wat voorzichtiger gaan worden met het verhogen van de rente is niet verwonderlijk. Door de gestegen rente worden staatsschulden een steeds groter probleem voor veel landen. De Verenigde Staten heeft een staatsschuld die haast niet meer te omvatten is en door de gestegen rente zal die schuld alleen maar verder oplopen. Dichter bij huis hebben wij, als één Europa, te maken met de staatsschuld van Italië. Dit land krijgt de komende jaren enorme begrotingsproblemen vanwege de hogere rente.

Het is de rente die de beurzen vorig jaar en ook dit jaar bezighoudt, zowel negatief als positief. Wij verwachten dat het rente-effect de komende tijd de beurs positief gaat beïnvloeden. Zoals ik al schreef, kunnen centrale banken niet veel meer doen en wij verwachten dan ook dat er volgend jaar geen renteverhogingen meer komen, misschien zelfs weer een verlaging. Die verlaging zal dan het gevolg zijn van afnemende economische activiteit en wij gaan er dan ook van uit dat die verlagingen pas in de tweede helft van 2024 zullen plaatsvinden.

Veel aandelen, met name in de technologiesector, hebben flinke koerscorrecties laten zien. Dit zijn vaak aandelen die gewaardeerd worden op toekomstige winsten en daarmee heel gevoelig zijn voor de rente. Een herstel van deze aandelen zou een logische reactie op de stabilisatie van de rente zijn. In ons beleggingsbeleid zijn wij dan ook weer positiever geworden over groeiaandelen.

In algemene zin zijn we positief over de aandelenmarkt, maar we hebben wel een voorkeur voor bepaalde sectoren. Zoals gezegd is de technologiesector interessant, maar ook in andere sectoren liggen kansen. Als we bijvoorbeeld naar de farmaciesector kijken, dan zien we erg lage waarderingen terwijl we mogen verwachten dat de vraag naar hun producten de komende jaren alleen maar gaat toenemen. Ook in de industriële sector zijn een aantal aandelen flink gedaald, die naar onze mening weer gaan herstellen. We zien veel kansen om te profiteren van aandelen die te ver zijn gezakt naar onze mening.

Duurzaamheid is ook een steeds belangrijker factor die meeweegt in de beleggingsstrategie van grote partijen. In onze aandelenkeuzes leggen wij nog niet de nadruk op duurzaamheid, maar we wegen wel af in hoeverre een bedrijf duurzaamheidskeuzes maakt. Aangezien het klimaat de agenda gaat bepalen de komende jaren is het interessant om naar ondernemingen te kijken die daarop anticiperen. Dat is dan ook zeker een segment waar wij ons op richten.

Ik voorzie een mooie eindejaarshausse en ga ervan uit dat de portefeuilles daarvan gaan profiteren.

Hartelijke groet,
André van Eerden



Ongunstige uitspraak woekerpolis: NN Group verliest bijna €2 miljard aan beurswaarde

Op 27 september werd bekend dat de rechter in een tussenvonnis de woekerpolishouders op een aantal belangrijke punten in het gelijk heeft gesteld. Hoewel daarmee het definitieve oordeel nog niet is geveld, verhoogt dit wel de kans dat de NN Group een aanzienlijke compensatie moet uitkeren aan de betreffende polishouders. Op basis van de eis van Vereniging Woekerpolis.nl zou deze compensatie kunnen uitkomen op €525 miljoen. Door de koersdaling werd NN Group echter in één klap bijna €2 miljard minder waard. Het lijkt er dan ook op dat de koersdaling overtrokken is en de huidige lage koers kansen biedt.



Grafiek 1: koersverloop NN Group over de afgelopen drie jaar.

Profiel

NN Group is actief als aanbieder van pensioenproducten, levensverzekeringen, spaarproducten, schadeverzekeringen, hypotheek en bancaire producten. Het bedrijf is actief in een elftal landen, waaronder Nederland, waar het marktleider is op het gebied van pensioenproducten en levensverzekeringen. De activiteiten worden onderverdeeld in een vijftal divisies, te weten:

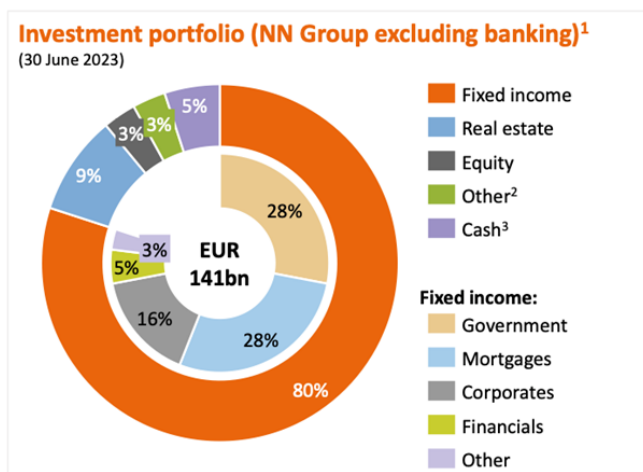
- Netherlands Life
- Netherlands Non-life
- Insurance Europe
- Japan Life
- Banking

Het belangrijkste cijfer waar het management op stuurt is de zogenaamde operating capital generation (OCG), een cijfer dat vergelijkbaar is met de generatie van cash uit operationele activiteiten. Afgelopen jaar was de divisie Netherlands Life goed voor 58% van de OCG, Netherlands Non-life was goed voor 14%, Insurance Europe voor 20% en Japan Life en Banking voor respectievelijk 6% en 2%. Daarnaast is de zogenaamde Solvency II-ratio erg belangrijk, die aangeeft hoe goed een verzekeraar is gekapitaliseerd ten opzichte van zijn uitkeringsverplichtingen.

In tabel 1 is te zien dat de resultaten over de afgelopen jaren een zijwaartse trend vertonen. Dat is niet vreemd; de markt waarin NN Group opereert is volwassen en groeit vrijwel niet meer. Het management focust zich dan ook met name op kostenbesparingen om zo de winstmarge te vergroten. Dat lukt voorsnog goed in deze competitieve markt; zo bedroeg de nettowinst afgelopen jaar €5,09 per aandeel. In dezelfde tabel is ook te zien dat de Solvency II-ratio met 197% uitstekend is.

| (in miljoen euro) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|-------------|------------|-------------|-------------|
| Bruto premie-inkomen | 14508 | 13822 | 14312 | 13641 |
| Operating Capital Generation (OCG) | 1349 | 993 | 1584 | 1711 |
| Operationeel resultaat | 1794 | 1889 | 2036 | 1743 |
| Nettowinst aandeelhouders | 1962 | 1904 | 3278 | 1562 |
| Nettowinst per aandeel | €5,76 | €5,88 | €10,42 | €5,09 |
| Dividend per aandeel | €2,16 | €2,33 | €2,49 | €2,79 |
| Solvency II ratio | 218% | 210% | 213% | 197% |
| Vrije kasstroom naar de holding | +1187 | +1070 | +1472 | +1393* |
| Cash capital position van de holding | 1989 | 1170 | 1998 | 2081 |
| Koers-winstverhouding | 5,2x | 5,2x | 2,9x | 6,0x |
| Dividendrendement | 7,1% | 7,7% | 8,2% | 9,2% |

Tabel 1: omzet en winst over de afgelopen vijf jaar. *Exclusief een €500 miljoen intercompany lening.



Grafiek 2: opbouw van de beleggingsportefeuille per 30 juni 2023.

Gevoeligheid Solvency II ratio voor marktbevingen

In grafiek 2 is de beleggingsportefeuille te zien zoals NN Group die aanhoudt om aan zijn toekomstige verplichtingen te voldoen. Het leeuwendeel (80%) is belegd in vastrentende waarden zoals obligaties en hypotheeklen. Zo'n 9% is belegd in vastgoed, 3% zit in aandelen en 5% wordt contant aangehouden. De opbouw van deze beleggingsportefeuille bepaalt de gevoeligheid van de Solvency II-ratio voor marktbevingen van de verschillende assetgroepen. Het renterisico blijkt redelijk goed te zijn afgedekt; zo leidt een rentedaling van 50 basispunten tot een daling van de Solvency II-ratio van slechts één procent. Ook de impact van een daling van aandelen is beperkt. Een daling van de beursindex van 25% leidt tot een daling van de Solvency II-ratio van 8%. Als de spreads op staatsobligaties met 50 basispunten toenemen, dan daalt de Solvency II-ratio met 5%. Vastgoed heeft de hoogste gevoeligheidsfactor. Als de vastgoedprijzen met 10% dalen, dan daalt de Solvency II-ratio met 9%.

De financiële positie

In tabel 2 is te zien dat het eigen vermogen dat toekomt aan de aandeelhouders €19,4 miljard bedraagt en dat er voor €1,3 miljard aan immateriële activa op de balans staat. Dat betekent dat de materiële boekwaarde uitkomt op €18,1 miljard, oftewel ruim €65 per aandeel. De kaspositie van €7,2 miljard is vanwege kapitaaleisen niet volledig vrij. Van dit bedrag staat alleen de cash capital position van zo'n €1,9 miljard ter beschikking van het management.

| (in miljard euro) | ACTIVA | PASSIVA | |
|------------------------|--------------|--------------|-------------------------------|
| Kas | 7,2 | 30,1 | Funding |
| Investeringsen | 188,4 | 3,6 | Investeringsverplichtingen |
| Verzekeringscontracten | 1,2 | 142,4 | Verzekeringscontracten |
| PPE | 0,4 | | |
| Immateriële activa* | 1,3 | | |
| Overig | 6,5 | 8,0 | Overig |
| Subtotaal | 205,0 | 184,1 | Subtotaal |
| | | 1,5 | Obligatiehouders e.d. |
| | | 19,4 | Eigen vermogen aandeelhouders |
| Totaal activa | 205,0 | 205,0 | Totaal passiva |

Tabel 2: Balans per 30 juni 2023. *inclusief goodwill

Inkoopprogramma eigen aandelen

Het management heeft aangegeven de intentie te hebben om jaarlijks voor minimaal €250 miljoen aan eigen aandelen te kopen. Dit is gezien de huidige lage waardering van NN Group een effectieve manier om de winst per aandeel te verhogen. Vanwege het ongunstige tussenvonniss bestaat nu echter de vrees dat het management mogelijk het aandeleninkoopprogramma gaat pauzeren. We willen er echter op wijzen dat er pas op zijn vroegst over anderhalf tot twee jaar meer duidelijkheid zal komen over de hoogte van de compensatie voor de woekerpolissen.

Cijfers over het eerste halfjaar en vooruitzichten

Analisten hadden voor het eerste halfjaar een operating capital generation (OCG) van €875 miljoen, een vrije kasstroom van €677 miljoen, een cash capital position van €1849 miljoen en een Solvency II-ratio van 192% verwacht. In tabel 3 is te zien dat met een gerapporteerde OCG van €997 miljoen, een vrije kasstroom van €832 miljoen, een cash capital position van €1918 miljoen en een Solvency II-ratio van 201% de cijfers op alle fronten duidelijk beter waren dan verwacht. Overigens is de torenhoge nettowinst van vorig jaar grotendeels te danken aan een buitengewone bate van ruim een miljard euro, die voortvloeide uit de verkoop van vermogensbeheerder NN Investment Partners aan Goldman Sachs vorig jaar. Het management herhaalde de verwachting dat in 2025 de operating capital generation uit zal komen op zo'n €1,8 miljard. Aanvullende kostenbesparingen en de inkoop van eigen aandelen moeten leiden tot een hogere winst per aandeel.

| (in miljoen euro) | H1 2022 | H1 2023 | % |
|--|------------|------------|-------------|
| OCG Nederland Life | 580 | 523 | -10% |
| Nettowinst Nederland Life | 575 | 297 | -48% |
| OCG Nederland Non-life | 144 | 210 | +45% |
| Nettowinst Nederland Non-life | 111 | 140 | +26% |
| OCG Insurance Europe | 198 | 218 | +10% |
| Nettowinst Insurance Europe | 60 | 91 | +57% |
| OCG Japan Life | 74 | 68 | -9% |
| Nettowinst Japan Life | 36 | 50 | +38% |
| OCG Banking | 11 | 70 | +536% |
| Nettowinst Banking | 44 | 78 | +78% |
| Operating capital generation (OCG) totaal | 899 | 997 | +11% |
| Nettowinst totaal | 1741 | 586 | -66% |
| Nettowinst per aandeel | €5,64 | €2,01 | -65% |
| Solvency II ratio | 196% | 201% | +5% |
| Vrije kasstroom naar de holding | +735 | +832 | +13% |
| Cash capital position van de holding | 2467 | 1918 | -22% |

Tabel 3: resultaten van het eerste halfjaar van 2023.

| (in miljoen euro) | 2023T | 2024T | 2025T |
|------------------------------------|-------|-------|-------|
| Operating capital generation (OCG) | 1700 | 1750 | 1800 |
| Nettowinst aandeelhouders | 1450 | 1500 | 1560 |
| Nettowinst per aandeel | €5,25 | €5,64 | €6,00 |
| Koers-winstverhouding | 5,8x | 5,4x | 5,0x |
| Dividend | €3,00 | €3,20 | €3,42 |
| Dividendrendement | 9,9% | 10,6% | 11,2% |

Tabel 4: taxaties tot en met boekjaar 2025.

Taxaties

In tabel 4 zijn onze taxaties tot en met 2025 te zien. Op basis van de verwachte winst voor de komende jaren zal de koers-winstverhouding dalen van 5,8x in 2023 naar 5,0x in 2025. Het dividend zal naar verwachting verder worden verhoogd, zodat op basis van de huidige koers het dividendrendement op zal lopen tot meer dan 10%.

Conclusie: Kopen

Het is de verwachting dat de NN Group als marktleider in Nederland de komende tijd zal kunnen profiteren van de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel, en in dat opzicht ziet de toekomst er rooskleurig uit. De beer op de weg is zoals gezegd het ongunstige tussenvonnissen van woensdag 27 september, dat de kans heeft vergroot dat NN Group een behoorlijk bedrag moet reserveren voor de compensatie van woekerpolishouders. Aangezien het tussenvonnissen behoorlijk afwijkt van een eerdere gerechtelijke uitspraak in deze zaak, is er nog een gerede kans dat de hoogste rechter het tussenvonnissen nietig verklaart. Als de rechtszaak echter definitief wordt verloren, dan is de strop naar verwachting maximaal zo'n half

miljard euro. Aangezien de nettowinst al snel €1,5 miljard per jaar bedraagt, lijkt een dergelijke tegenvaller goed te dragen. Ook de impact van een dergelijke strop op de Solvency II-ratio is te overzien; deze zal beperkt blijven tot een daling van maximaal 10%. De reactie van de markt, waardoor de NN Group in één dag bijna €2 miljard van zijn waarde verloor, lijkt dan ook overtrokken. We raden beleggers aan om het aandeel te houden en beleggers die het aandeel nog niet hebben, zouden wel eens spekkoper kunnen blijken te zijn als zij nu instappen. Op basis van de huidige koers bedraagt de verwachte koers-winstverhouding voor 2025 slechts 5,0x en kan een dividendrendement worden genoten van al snel zo'n 10%. Als koersdoel kan €54 worden aangehouden, oftewel 9,6x de nettowinst over 2025.

Auteur heeft op het moment van schrijven geen positie in NN Group.

Belangrijke datum

29 februari 2024: publicatie cijfers over het tweede halfjaar 2023

Belangrijke aandeelhouders

| | |
|----------------|------|
| BlackRock Inc: | 6,5% |
| Norges Bank: | 5,0% |
| RRJ Capital: | 5,0% |

Fundamentele kenmerken NN Group

| | |
|-----------------------------------|------------------------|
| Naam: | NN Group N.V. |
| Ticker: | NN |
| ISIN: | NL0010773842 |
| Sector: | Banken en verzekeraars |
| Beurs: | Euronext Amsterdam |
| Koers: | €30,33 |
| 52-weeks laag: | €27,82 |
| 52-weeks hoog: | €45,00 |
| Aantal uitstaande aandelen: | 276 miljoen stuks |
| Marktkapitalisatie: | €8,4 miljard |
| Materiële boekwaarde: | €18,1 miljard |
| Materiële boekwaarde per aandeel: | €65,55 |
| Koers/materiële boekwaarde: | 0,46x |
| Dividend per aandeel: | €2,91 |
| Dividendrendement: | 9,6% |

Website

www.nn-group.com/investors

NN Groep, geen risico en wel 3% per jaar, het is mogelijk...

We hebben een optiestrategie rond NN Group opgetuigd, waarmee de kans op verlies minimaal is. Omdat er gedurende de looptijd van de strategie dividend wordt uitgekeerd, kan het maar zo zijn dat het zelfs onmogelijk is om verlies te maken.

Aberfeld blijft over NN Group positief ondanks alle emoties waar het aandeel de afgelopen weken aan onderhevig was, als gevolg van de uitspaken in de rechtszaak over de woekerpolissen. Wij bleven overeind staan en hebben de aandelen in deze storm stevig vastgehouden met een fiks hoger koersdoel en daarin staan we niet alleen:

| RECOMMENDATIONS & TARGET PRICE | | | | |
|--------------------------------|--------------------|-------------|----------------------|------------------|
| Current Recommendation | 2.17 | BUY | Current Target Price | €46.22 (+48.43%) |
| SUMMARY GRID | | | | |
| RECOMMENDATION SUMMARY | | | | |
| | Analysts Per level | | | |
| | 05-Jul-2023 | 05-Aug-2023 | 05-Sep-2023 | Current |
| 1-StrongBuy | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 2-Buy | 13 | 14 | 13 | 12 |
| 3-Hold | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 4-Sell | - | - | - | 1 |
| 5-StrongSell | - | - | - | - |
| Rec Mean | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.2 |
| PRICE TARGET SUMMARY | | | | |
| | Target | | | |
| Price Target | 05-Jul-2023 | 05-Aug-2023 | 05-Sep-2023 | Current |
| Median | €48.00 | €47.00 | €47.00 | €46.00 |
| Mean | €47.87 | €47.10 | €47.31 | €46.22 |

Aanbevelingen van derden

Strategie 1: Aandelen met putoptie

- Koop 100 aandelen op €31,10
- Koop 1 put december 30 2027 op €6

We verzekeren de aandelen NN Group tegen een daling en betalen daarvoor de putpremie. We krijgen wat er ook gebeurt €30 voor het aandeel terug, zodat ons eventuele verlies beperkt is. Voor de aandelen betalen we €31,10 en voor de put €6, wat het totaal op €37,10 brengt. Het verlies is dus beperkt tot €7,10 per aandeel. U zou nu de conclusie kunnen trekken dat dat wel een heel dure verzekering voor het aandeel is. Het dividend bedraagt op dit moment echter €2,92 per jaar en het is de verwachting dat

het dividend de komende jaren gaat stijgen. De looptijd van de gekochte putoptie is ruim vier jaar. Als we gedurende vier jaar de dividenden ontvangen, mogen we dus een bedrag van €11,68 per aandeel verwachten. Als we dit dividend aftrekken van de aankoopprijs van het aandeel NN Group is de effectieve aankoopprijs aan het einde van de looptijd dus €31,10 minus €11,68 maakt €19,42.

Uiteraard hebben we betaald voor de putoptie, dus dat bedrag tellen we gemakshalve weer op bij die effectieve kostprijs, die dan uitkomt op €19,42 plus €6 is €25,42. Nu ziet het er al beter uit, want we weten dat wat er tot en met de expiratie op de derde vrijdag van december 2027 ook gebeurt, wij dankzij de door ons gekochte put het aandeel NN Group mogen verkopen voor €30. We verdienen dus altijd €4,58 per aandeel, wat over de looptijd ruim 12% is, oftewel 3% per jaar. Het dividend kan uiteraard lager of hoger uitvallen, maar het mag duidelijk zijn dat de belegger met deze strategie geen grote risico's loopt.

Bijna verdubbeling van de investering

Analisten komen gemiddeld uit op een koersdoel voor NN Group van €46. Als de verwachting van de analisten uitkomt, kunnen wij een enorme winst incasseren, terwijl we zo goed als geen risico lopen. De door ons geïnvesteerde €37,10 wordt door de dividenden teruggebracht naar €25,42. Als een aandeel NN Group op enig moment €46 oplevert, maken we een winst van €20,58 per aandeel. Een optiecontract bestaat uit honderd onderliggende waarden, dus wanneer u een positie inneemt heeft u een vermogensbeslag van in eerste instantie €3710. Bij deze aanname levert dat een winst op van €2058. Het is misschien een wat saaie strategie, maar wel aantrekkelijk voor beleggers die weinig tot geen risico wensen te lopen.

Strategie 2: Synthetisch aandeel

- Schrijf 1 put december 30 2027 op €6
- Koop 1 call december 30 2027 op €5,40

| Optie | | | | | |
|------------------|------------------|----------------|---------------|----------|--|
| Expiratiedatum | Optieserie | Kopen/Verkopen | | | |
| 17 december 2027 | NN P 12/27 30,00 | Verkopen | | | |
| Aantal | Biedprijs | Laatprijs | Laatste koers | Uw koers | |
| 1 | 5,90 | 6,15 | 6,10 | 6 | |

| Optie | | | | | |
|------------------|------------------|----------------|---------------|----------|--|
| Expiratiedatum | Optieserie | Kopen/Verkopen | | | |
| 17 december 2027 | NN C 12/27 30,00 | Kopen | | | |
| Aantal | Biedprijs | Laatprijs | Laatste koers | Uw koers | |
| 1 | 4,96 | 5,45 | 5,20 | 5,4 | |

De totale investering bedraagt €-60,00
De geschatte marginverplichting bedraagt €886,90
De kans op winst bedraagt 65,6 %

Tweede optiestrategie NN Group.

We schrijven de put 30 2027 en ontvangen daarvoor de optiepremie van €6. Als de koers van het aandeel NN Group daalt tot onder de €30, lopen we de kans dat de betaler van de optiepremie ons de aandelen levert tegen de uitoefenprijs. We moeten de aandelen dan kopen. We verdienen bij het nakomen van onze afnameplicht wel de betaalde premie van €6 per aandeel. Per saldo kosten de aandelen ons dan €24. Door het kopen van de call verkrijgen wij het recht om de aandelen NN Group te mogen kopen tegen de uitoefenprijs van €30 en daarvoor betalen wij de optiepremie van €5,40. Als we gebruik zouden maken van ons recht, kosten de aandelen ons €30 plus €5,40 maakt €35,40 per stuk. Daarboven ligt onze winst.

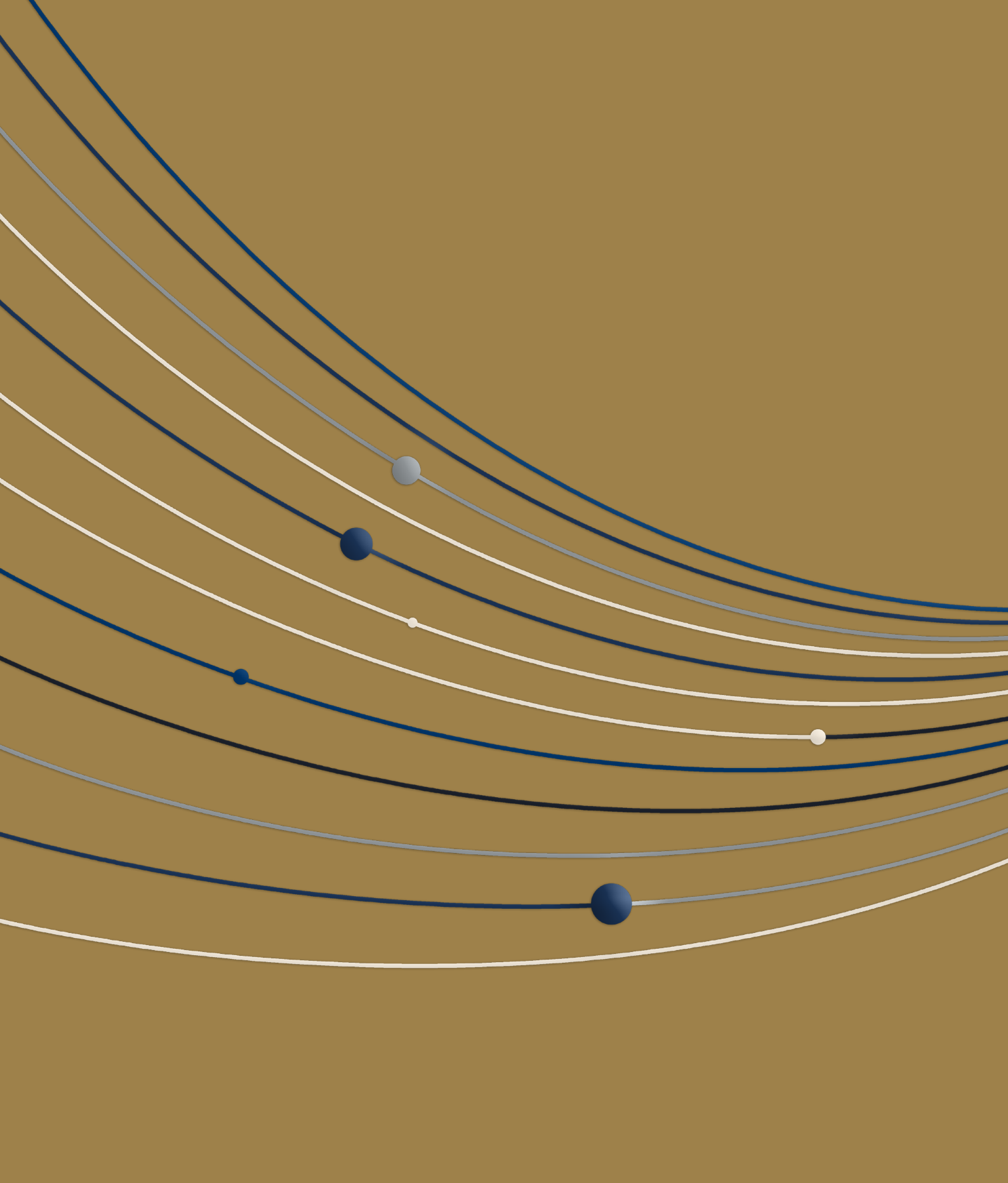
De combinatie

Door de put te schrijven en de call te kopen ontvangen we premie en betalen we premie, maar per saldo houden we €0,60 per aandeel over. We zijn zowel rechten als plichten aangegaan, zoals u hierboven heeft kunnen lezen. In beide gevallen, bij een dalende koers en bij een stijgende koers, moeten we de aandelen kopen. In het geval van een daling van de koers behouden we de ontvangen premie van €0,60 en krijgen we de aandelen in portefeuille tegen een effectieve koers van €29,40. Als de koers stijgt tot boven de €30 maken we gebruik van de door ons gekochte call en komen de aandelen bij ons binnen tegen effectief €29,40. De mogelijke winst is onbeperkt.

Opties zijn elke dag te verhandelen, dus als u deze optiestrategie tussentijds wilt bijsturen of winst wilt nemen, hoeft u ze alleen maar te sluiten. U kunt ervoor kiezen de hele combinatie te sluiten, maar u kunt ze ook afzonderlijk van elkaar sluiten. De tabel hieronder geeft u een overzicht van de winst en het verlies op basis van de intrinsieke waarde op de afloopdatum. Eén strategie bestaat uit honderd onderliggende waarden NN Group.

| Koers aandeel | Optie 1 expiratie | Optie 1 vandaag | Optie 2 expiratie | Optie 2 vandaag | Resultaat expiratie |
|---------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|---------------------|
| 10,00 | -1.400,00 | -1.612,73 | -540,00 | -540,00 | -1.940,00 |
| 15,00 | -900,00 | -1.125,98 | -540,00 | -530,67 | -1.440,00 |
| 20,00 | -400,00 | -700,46 | -540,00 | -456,19 | -940,00 |
| 25,00 | 100,00 | -358,85 | -540,00 | -297,80 | -440,00 |
| 30,00 | 600,00 | -98,97 | -540,00 | -57,68 | 60,00 |
| 35,00 | 600,00 | 92,75 | -40,00 | 250,60 | 560,00 |
| 40,00 | 600,00 | 231,92 | 460,00 | 611,43 | 1.060,00 |
| 45,00 | 600,00 | 332,20 | 960,00 | 1.011,15 | 1.560,00 |
| 50,00 | 600,00 | 404,32 | 1.460,00 | 1.439,03 | 2.060,00 |
| 55,00 | 600,00 | 456,25 | 1.960,00 | 1.887,09 | 2.560,00 |
| 60,00 | 600,00 | 493,78 | 2.460,00 | 2.349,56 | 3.060,00 |
| 65,00 | 600,00 | 521,03 | 2.960,00 | 2.822,31 | 3.560,00 |
| 70,00 | 600,00 | 540,93 | 3.460,00 | 3.302,42 | 4.060,00 |
| 75,00 | 600,00 | 555,53 | 3.960,00 | 3.787,81 | 4.560,00 |
| 80,00 | 600,00 | 566,32 | 4.460,00 | 4.277,02 | 5.060,00 |
| 85,00 | 600,00 | 574,34 | 4.960,00 | 4.769,00 | 5.560,00 |
| 90,00 | 600,00 | 580,34 | 5.460,00 | 5.263,01 | 6.060,00 |

Theoretische resultaten van de tweede optiestrategie.



Aberfeld Asset Management B.V.
Wilhelminapark 17-G
2012 KB Haarlem

T: +31 203 050 540
E: info@aberfeld.nl
W: www.aberfeld.nl