

5 Beurs ideeën

Door Jules Stevens, Marsel Paraev & Laurence De Munter

	NOVO NORDISK	BAYER	PALO ALTO	SALESFORCE	UNIVERSAL MUSIC
Momentum	✓		✓	✓	
Growth	✓		✓	✓	✓
Value		✓			
Dividend	✓	✓			✓
Share buyback	✓		✓	✓	

1 NOVO NORDISK

About

Novo Nordisk is een Deens gezondheidszorgbedrijf dat sinds de oprichting in 1923 gespecialiseerd is in diabetes en de productie van insuline. Novo Nordisk maakte een grote sprong dankzij haar medicijnen op basis van GLP-1 (Glucagon-like peptide-1 receptor antagonist), een hormoon dat de insulinesecretie stimuleert na het eten van een maaltijd. Insuline is een hormoon dat onze cellen vertelt om glucose op te nemen uit ons bloed. Bij mensen met type 2 diabetes werkt dit proces niet goed, wat leidt tot een stijging van de bloedsuikerspiegel. Medicijnen met GLP-1 receptoragonisten verhogen de insulinesecretie.

In de VS werd Ozempic, Novo Nordisk's geneesmiddel met GLP-1, in 2017 goedgekeurd voor de behandeling van diabetes type 2 door de Food and Drug Administration (FDA). Vijf jaar later werd Wegovy, een ander GLP-1 medicijn, goedgekeurd als behandeling voor obesitas. Het werd een hype toen beroemdheden zoals Elon Musk en Kim Kardashian toegaven dat ze Wegovy namen om gewicht te verliezen.

Dit veroorzaakte een stormloop waardoor er niet genoeg voorraad was voor de diabetes en obese patienten zelf. Novo Nordisk had de vraag naar haar eigen medicijnen sterk onderschat. De prognoses voor GLP-1 zijn heel hoog, zo zou de wereldwijde omzet van GLP-1 in minder dan 10 jaar vervijfvoudigen. Dit is niet enkel te wijden aan de toename van diabetes en overgewicht maar ook omdat GLP-1 de kans op hart- en vaatziekten zou kunnen verlagen.

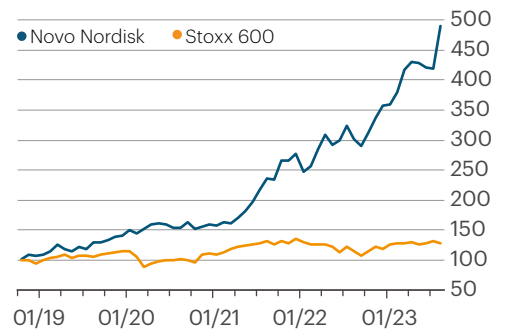
De Novo Nordisk Foundation bezit 28% van het kapitaal en 77% van de stemrechten van Novo Nordisk. Haar doelstellingen zijn:

1. het bieden van een stabiele basis voor de commerciële en onderzoeksactiviteiten van de bedrijven in de Novo Group (Novo Nordisk en Novozymes); en
2. het ondersteunen van wetenschappelijke, humanitaire en sociale doelen.

Het is de grootste stichting ter wereld met €108 mia in assets, ongeveer tweemaal zo groot als de Bill & Melinda Gates Foundation. In 2022 kende de Stichting in totaal €1 mia aan subsidies toe voor nieuwe projecten en initiatieven.

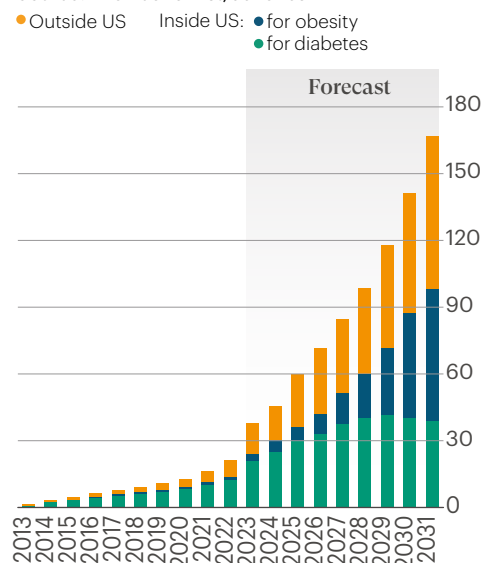
5Y Cumulative Performance

Source: Bloomberg. Monthly price data as of 22/09/2023.



Insatiable appetite, GLP-1* sales, \$bn

Source: The Economist, Jefferies



* Glucagon-like peptide-1 receptor agonist

Novo Nordisk geniet van zijn dominante, wereldwijde topositie in diabetes en obesitas met meer dan 40% en respectievelijk 80% marktaandeel. Een markt die (helaas) sterk blijft stijgen.

Investment case

Novo Nordisk geniet van zijn dominante, wereldwijde topositie in diabetes en obesitas met meer dan 40% en respectievelijk 80% marktaandeel. Een markt die (helaas) sterk blijft stijgen. Zo voorspelt men dat 4 miljard mensen - de helft van iedereen ouder dan vijf - hoogwaarschijnlijk overgewicht of obesitas zullen hebben tegen 2035.

Het is echter belangrijk om in gedachten te houden dat Novo Nordisk voor een aantal uitdagingen staat. Enerzijds zal haar dominante positie onvermijdelijk concurrentie aantrekken zoals Mounjaro van Elly Lilly. Bovendien zijn Novo Nordisk's GLP-1 medicijnen heel duur, ongeveer \$ 1,000 per maand in de VS.

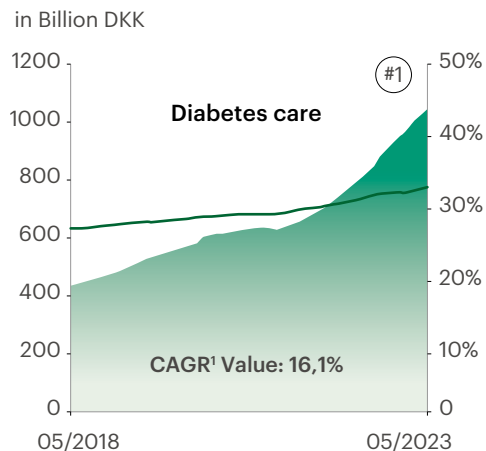
De hoge kosten van de geneesmiddelen worden enerzijds bekritiseerd omdat het vaak de meest achtergestelde groepen zijn die overgewicht hebben en dit medicijn nodig hebben maar niet kunnen betalen. Politici zouden kunnen beslissen om de prijzen te beperken of generieke geneesmiddelen eerder toe te laten.

De sterke prijszettingmacht en de ongeziene vraag wordt weerspiegeld in het rendement op eigen vermogen, dat met meer dan 80% indrukwekkend blijft. Zijn buitengewone financiële gezondheid vertaalt zich in acquisities om hun positie te behouden en vergroten, aandeleninkoopprogramma's en dividenden. Dankzij haar sterke R&D-pijplijn kan het bedrijf kansen grijpen op nieuwe markten en haar posities op bestaande markten versterken.

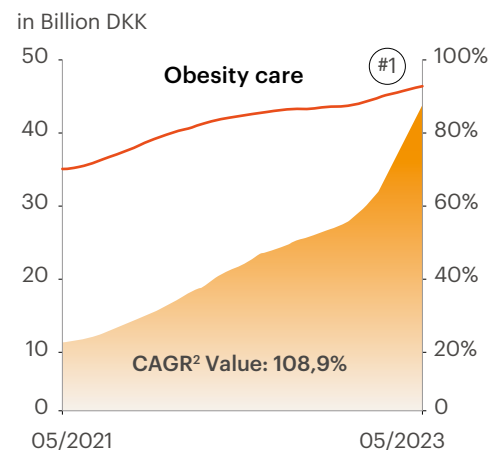
Leader in a fast-growing market

Source: Novo Nordisk. 1 CAGR for 5-year period. 2 CAGR for 2-year period.

- NN value market share (RHS)
- Market value ○ Global market position



- NN value market share (RHS)
- Market value ○ Global market position



Strong revenue and cash creation

Source: Bloomberg. Latest data available.

- EPS, Diluted (LHS)
- Revenue (RHS)
- Cash & Cash Eq (RHS)

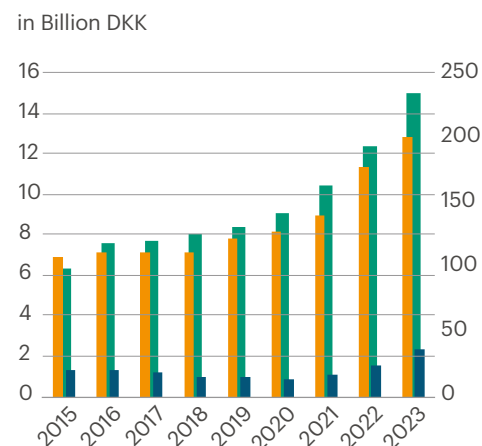


Foto: novonordisk.com



2

BAYER

About

De meesten kennen Bayer van zijn aspirine, anderen denken eerder aan Roundup of Bepanthen. In een notendop, zet Bayer in op 3 verschillende sectoren: gewaswetenschappen, pharma en consumentengezondheid. De miljardenovername van Monsanto bezorgde heel wat kopzorgen maar versterkte Bayer's positie in gewaswetenschappen.

Bayer is bekend maar ook berucht: daarom willen we hier toch twee bedenkingen meegeven:

1. Er is nog altijd geen bewijs geformuleerd dat glyfosaat (het werkzame bestanddeel van Round-Up) kankerverwekkend is. Het feit dat professionele gebruikers het product nog steeds mogen gebruiken is hiervan een sterk bewijs.
2. Het gebruik van genetisch gewijzigde organismen (GGO) is een van de voornaamste oplossingen voor de klimaatverandering en de stijgende wereldbevolking.

De koersgrafiek op pg. 15 illustreert het Monsanto-debacle duidelijk: Bayer doet het sinds 5 jaar 60% slechter dan de Eurostoxx 600.

Op 1 juni 2023 werd Bill Anderson, de Amerikaanse ex-CEO van Roche Pharmaceuticals aangewezen als nieuwe CEO. Zoals klassiek in deze gevallen werd de vorige CEO, die de volledige verantwoordelijkheid voor het Monsanto-debacle draagt, eerst nog enige jaren aan het werk



Bill Anderson, nieuwe CEO Bayer
Foto: bayer.com

Hij wil de werkcultuur van Bayer vooral versnellen en zich meer focussen op innovatie en kwaliteit.

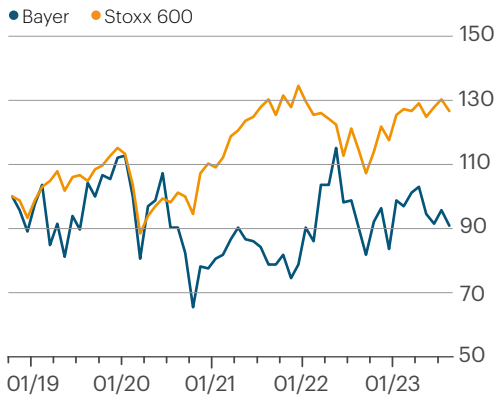
gehouden om de schade in te dammen. Wanneer dan meer dan de nodige afschrijvingen op de Monsanto-erfenis zijn gebeurd en de perspectieven opklaren, kan een nieuwe CEO aantreden. Hij wil de werkcultuur van Bayer vooral versnellen en zich meer focussen op innovatie en kwaliteit.

Overname van Monsanto

De overname van Monsanto in 2018 bleek een monsterlijke vergissing. Nog géén jaar na de overname oordeelde een Amerikaanse rechtbank dat glyfosaat verantwoordelijk was voor de dood van een Amerikaanse tuinman. Alhoewel Bayer al enige jaren alles in het werk stelt om een schikking te treffen ten bedrage van 10 mia USD, blijft de kwestie aanslepen. Bayer heeft 65 mia EUR betaald voor Monsanto. Het heeft dat bedrag betaald met een kapitaalverhoging van 6 mia EUR en de rest met schulden of beschikbare cash. Vóór de overname van Monsanto had Bayer een beurskapitalisatie van 86 mia EUR, vandaag bedraagt de beurskapitalisatie (incl. de kapitaalverhoging van 6 mia EUR uit 2018 én een sinds 2018 geaccumuleerde nettowinst van 20 mia EUR) 48 mia EUR. Bayer is dus op basis van de pre-Monsanto waardering, 64 mia EUR aan beurswaarde verloren. De volledige overname van Monsanto a rato van 65 mia EUR is dus op '0' geplaatst terwijl een settlement van 10 mia EUR in de maak is én de winst per aandeel eind 2023 30% zou moeten gestegen zijn. De markt lijkt ons dus veel te pessimistisch. Mochten we de waardering van sectorgenoot Corteva op Bayer kleven, dan zou de koers meer dan het dubbele bedragen.

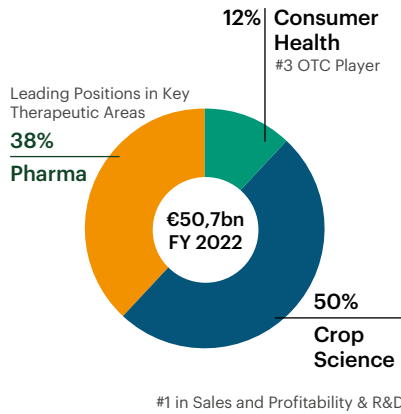
5Y Cumulative Performance

Source: Bloomberg. Monthly price data as of 22/09/2023.



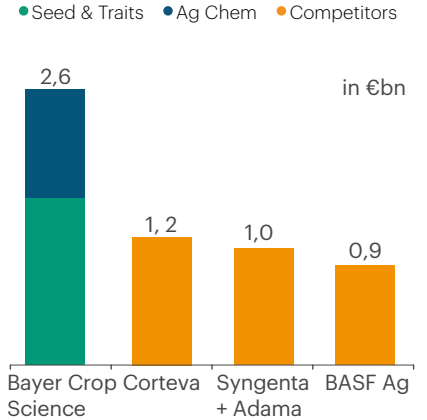
Bayer Group Sales

Source: Bayer, 2022



Bayer Agriculture R&D Investment

Source: Bayer, 2022



Investment case

Bayer speelt in op 3 megatrends: het verouderen van de bevolking, de groeiende bevolking en de toenemende druk op onze ecosystemen. Als leider in gewaswetenschappen en met veruit de hoogste O&O investeringen in zijn sector is de waardering van Bayer laag t.o.v. andere spelers. Deels kan verklaard worden door de overname van Monsanto die resulteerde in een berg van rechtszaken omtrent glyfosaat (en PSB dat reeds meer dan 50 jaar niet meer wordt verkocht). Echter de meest recente rechtszaken hebben ze gewonnen en een definitieve regeling zou een positieve katalysator kunnen zijn voor het aandeel. Bayer zegt dat voorraadvermindering, vooral van producten op basis van glyfosaat, en slechte weersomstandigheden de druk op volumes en prijzen hebben opgevoerd. Het valt echter nog te bezien of dit echt een tijdelijk effect is. In zijn pharma afdeling, kennen Nubeqa en Kerendia een sterke groei die het geleidelijk verval van het patent van Xarelto zullen opvangen.

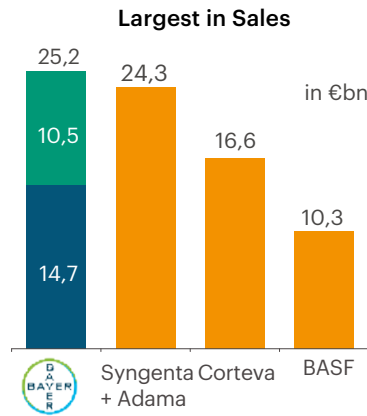
Bayer heeft een gezonde balans en verlaagde haar schuldgraad van 3,5 tot 2,5 in de laatste 3 jaar. De uitstaande schuld heeft hoofdzakelijk een vaste interestvoet met een gemiddelde rente van 3,4% over een looptijd van 12 jaar.

Bayer handelt vandaag aan een verwachte koers/winst van 7 en betaalt een dividend rond 5%. De sterke marktpositie, de aantrekkelijke waardering en het mooie dividend maken Bayer interessant.

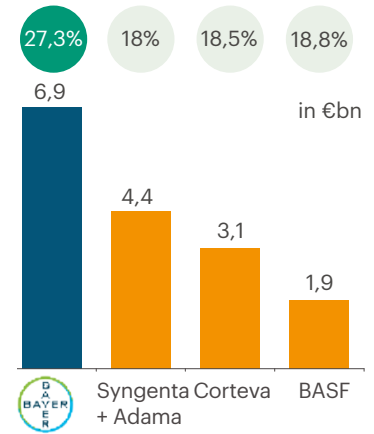
The Established Leader in Crop Science

Source: Bayer AG, Investment Case, August 2023

● Crop Protection/ES ● Seed & Traits



Highest Profitability



PALO ALTO

About

Beleggers met een interesse voor technologiebedrijven hebben zeker al van dit gerenommeerde cybersecurity bedrijf gehoord. Palo Alto Networks werd opgericht in 2005 en kan dus op zijn minst een jong bedrijf genoemd worden, dat inmiddels toch al meer dan 12.500 mensen tewerkstelt. De hoofdzetel bevindt zich in Santa Clara, het centrum van Silicon Valley en het epicentrum van technologische innovatie. Het overgrote deel van de omzet genereren ze dan ook in de Verenigde Staten. Toch bedienen ze wereldwijd meer dan 70.000 organisaties, waaronder dus zo goed als elk bedrijf in de Fortune 100¹.

Traditioneel lag de focus op de firewall en met de jaren zijn ze geëvolueerd naar een totaaloplossing die verder gaat dan louter netwerk security. Palo Alto is namelijk leider in zowel netwerkbeveiliging via Strata, als cloudbeveiliging via Prisma en als veiligheidsoperaties via Cortex.

Investment Case

Palo Alto is erin geslaagd vier concurrentiële voordelen op te bouwen.

Zo liggen de (1) switching costs erg hoog: dat houdt in dat eens je klant bent, de



Hoofdzetel Palo Alto Santa Clara. Foto: paloaltonetworks.com

With AI, hackers can simply talk computers into misbehavior. Using a technique called 'prompt injections', hackers can break AI systems using plain English

— Wall Street Journal, Aug 10, 2023

kosten om te wijzigen van leverancier héél hoog liggen. De voordelen van een verandering moeten logischerwijze groter zijn dan de kosten, anders blijf je bij je bestaande leverancier. De bovengenoemde holistische aanpak van een totaaloplossing en de gebruiksvriendelijke (2) gepatenteerde platformen spelen hier een grote rol in.

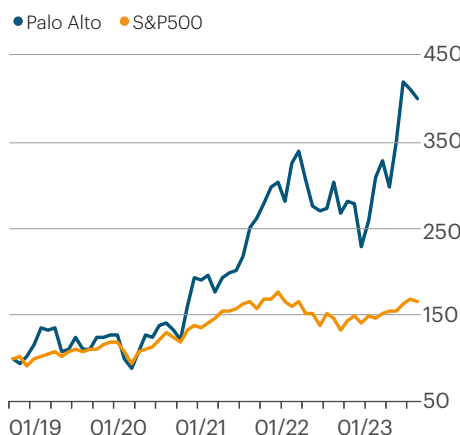
Daarnaast is er ook sprake van (3) netwerkeffecten, als zowat elke grote speler voor diens cybersecurity Palo Alto aanspreekt is het logisch dat een nieuwe dit ook zal doen. Je wordt als het ware de norm voor bedrijven.

Zowel netwerk-effecten als switching costs behoren tot de meest zeldzame soort concurrentiële voordelen die wij kennen. Ze houden ook het langste stand en komen typisch voor in de softwaresector.

Palo Alto beschikt ook over grote (4) schaalvoordelen. Eens een softwareoplossing werkt, werkt ze voor iedereen. De zware investeringen in R&D hebben jarenlang gezorgd voor een negatief netto-resultaat, maar vandaag boekt Palo Alto een mooie nettowinst dankzij de schaalbaarheid van haar dienstenaanbod.

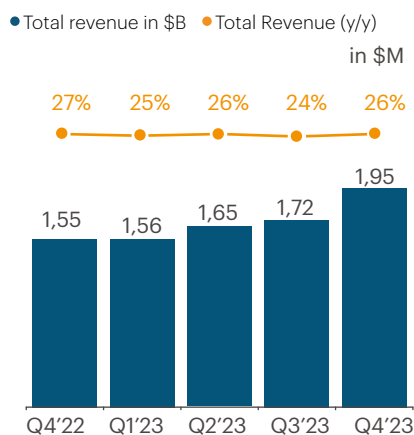
5Y Cumulative Performance

Source: Bloomberg. Monthly price data as of 22/09/2023.



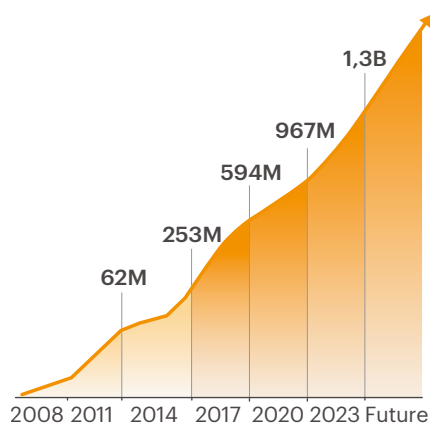
Total revenue

Source: Palo Alto, Fiscal year ending on 31 July 2023.



20x Increase of new malicious programs since 2014

Source: Palo Alto, <https://portal.av-atlas.org/>





4

SALESFORCE

About

Salesforce is een Amerikaans SaaS bedrijf met hoofdzetel in San Francisco, in 1999 opgericht en nog steeds geleid door Marc Benioff. Customer Relationship Management, ofwel CRM, is een systeem dat klantenbeheer stroomlijnt en deze informatie vervolgens presenteert in een overzichtelijk dashboard. Het laat toe departementen op een meer efficiënte manier met elkaar te communiceren. Salesforce biedt allerlei software-toepassingen aan die hier betrekking op hebben.

De omzet- en winstrend blijft sterk stijgen. Het spreekt voor zich dat een klant de voorkeur geeft aan één aanspreekpunt voor de ganse digitale security dan verschillende. Een bijkomend voordeel van één cybersecurityprovider is dat de overlapping tussen verscheidene toepassingen minimaal is. Up- en cross-selling, waarbij een klant start met een bepaald aantal toepassingen en eenvoudig kan uitbreiden, vormen een ander voordeel.

Het organische groeikarakter spreekt ook aan, Palo Alto dient namelijk weinig tot geen schuld te gebruiken om te groeien. Ze steunen dus op de grote vraag naar hun product en hun prijszettingmacht. Naast externe groei die we afleiden uit hun stijgende omzet en orderboek, bieden hun **recurrente inkomsten** een gezonde basis. Drie vierde van hun omzet komt namelijk voort uit recurrente abonnementen.

Tot slot identificeren we nog enkele macro economische trends, die we opportuun achten voor cybersecurity in het algemeen:

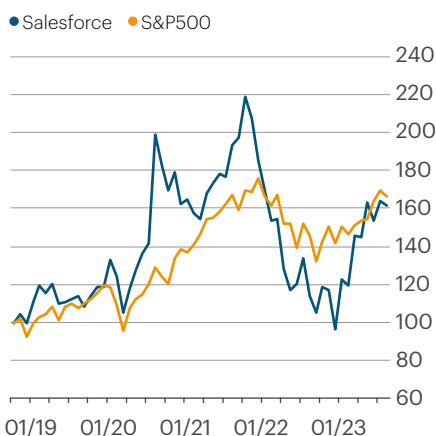
- sterke groei van digitale adoptie inclusief de cloud en AI;
- trend van thuiswerk, waardoor digitale veiligheid zich dient uit te breiden tot buiten het kantoor; en
- toenemende intensiteit van digitale bedreigingen, met hogere kosten van een datalek, inclusief boetes voor diefstal van klantgegevens.

Sales Cloud is het originele product, wat processen stroomlijnde voor het managen van leads, contactgegevens, goedkeuringen en territorium planning, wat neerkomt op je data meer holistisch te bekijken. Het allerbelangrijkste aan deze software was dat ze beschikbaar was via het web, en dus de uitvinding van Software-as-a-Service (SaaS).

Intussen is hun aanbod flink uitgebreid en kan je dit onderverdelen in verschillende hoofdtypen van clouds; sales, marketing, commerce, service, ervaring en analyse.

5Y Cumulative Performance

Source: Bloomberg. Monthly price data as of 22/09/2023.








Investment Case

Net als Palo Alto, geniet Salesforce van de voordelen van een totaaloplossing, onder andere up- en cross-selling. Hierin zien we een duidelijke trend naar een toenemend aantal klanten meerdere clouds benut. Hierdoor is de retentiegraad van klanten ook gestegen tot 92%, met potentieel. De overname van Slack in 2021 aan 27x omzet leek ons te groot en te duur, maar Salesforce heeft een sterke trackrecord van overnames. Dankzij de afsplitsing van Microsoft Teams, kan Salesforce zich ook hier competitiever manifesteren.

Overzicht van Salesforce overnames

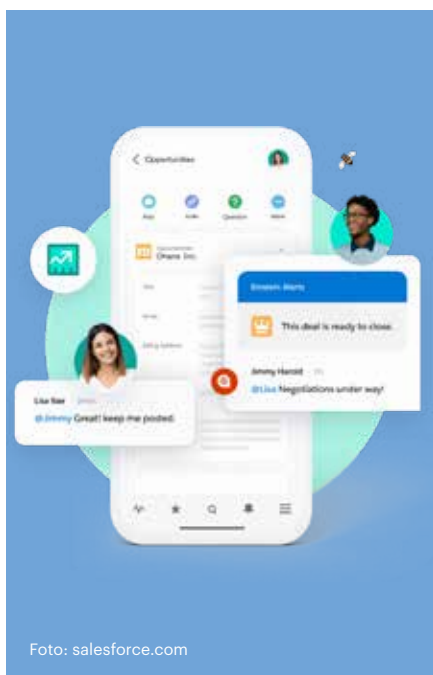
Source: Salesforce.

	Date Acquired	Revenue at Acquisition	Revenue Today	Growth since close
 Slack \$27,7B <small>27x Revenue</small>	July 2021	\$1,1B	\$1,5B <small>18x Revenue</small>	1,4x
 Tableau \$15,7B <small>12x Revenue</small>	August 2019	\$1,3B	\$2B <small>8x Revenue</small>	1,5x
 MuleSoft \$6,5B <small>23x Revenue</small>	May 2018	\$284M	\$1,7B <small>4x Revenue</small>	6x
 Demandware \$2,8B <small>12x Revenue</small>	July 2016	\$227M	\$1B <small>3x Revenue</small>	4,4x
 ExactTarget \$2,5B <small>9x Revenue</small>	July 2013	\$286M	\$3B <small>1x Revenue</small>	10,5x

De lange termijn vooruitzichten lijken positief, ze kunnen omzetgroei combineren met winstgroei, voortvloeiend uit verbetering van de marges. Dat laatste kunnen ze al tewerkstellen door hun aanwervingsbeleid wat terug te schroeven. Dit hebben ze bevestigd bij de publicatie van hun laatste kwartaalcijfers. Salesforce heeft de laatste jaren sneller mensen in dienst genomen dan dat de omzet is gestegen. Hier bovenop komt het uiterst gulle bonusbeleid. Deze vertraging in het aanwervingsbeleid zou dus een serieuze slok op de borrel kunnen zijn.

Winstgevende groei op schaal

Source: Salesforce. Investor day presentation, September 2022.



¹ Revenue target represents growth driven by current portfolio.
² Non-GAAP Operating Margin of 25%+ inclusive of future M&A.



5 UNIVERSAL MUSIC

About

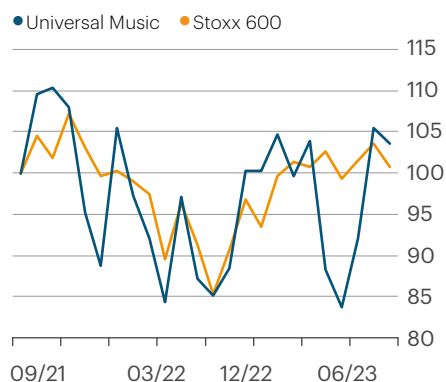
Universal Music Group is een van de grootste muziekbedrijven ter wereld met een marktaandeel van 32% in muziekopnames en 20% in muziekuitgeverij. Het bezit en exploiteert een breed scala aan activiteiten op het gebied van muziekopnames, muziekdistributie, merchandising en audiovisuele content in meer dan 60 landen. Het identificeert artiesten en songwriters en produceert, distribueert en promoot de muziek wereldwijd. Hun indrukwekkende collectie omspannt meer dan een eeuw en omvat een van de grootste, meest gevarieerde en, cultureel gezien, rijkste verzameling muziek. Zo bezit de groep rechten op het werk van groepen als ABBA, Queen, Taylor Swift en The Beatles.

Universal Music heeft een solide aandeelhoudersstructuur met 4 belangrijke spelers die bijna 50% van het kapitaal in handen hebben. Toen Vivendi, dat wordt gecontroleerd door de Franse familie Bolloré, in 2021 besloot om Universal Music Group af te splitsen en naar de beurs te brengen, kochten 2 grote spelers belangrijke aandelen op. De eerste was Concerto Investment, een consortium geleid door Tencent en Bill Ackman, een welgekende investeerder.

Hoewel de Groep wordt geleid door een Franse familie, wordt ongeveer 50% van de omzet gegenereerd in Noord-Amerika. De omzet steeg met 8,9% in Noord-Amerika en 29.5% in Azië in de eerste helft van het jaar.

Cumulative Performance since inception

Source: Bloomberg. Monthly price data as of 22/09/2023.



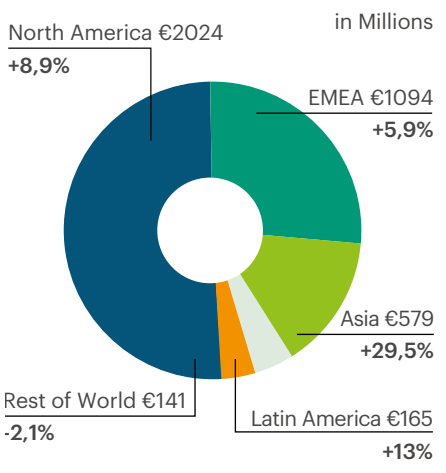
De aandeelhouderstructuur van Universal Music

Source: Universal Music, September 2023.

Shareholder	Date	Total %
Concerto Partners LLC	30/06/2023	19,92%
Vicendi SE	30/06/2023	9,98%
W.A. Ackman	08/06/2023	10,23%
V. Bolloré	22/09/2022	18,01%

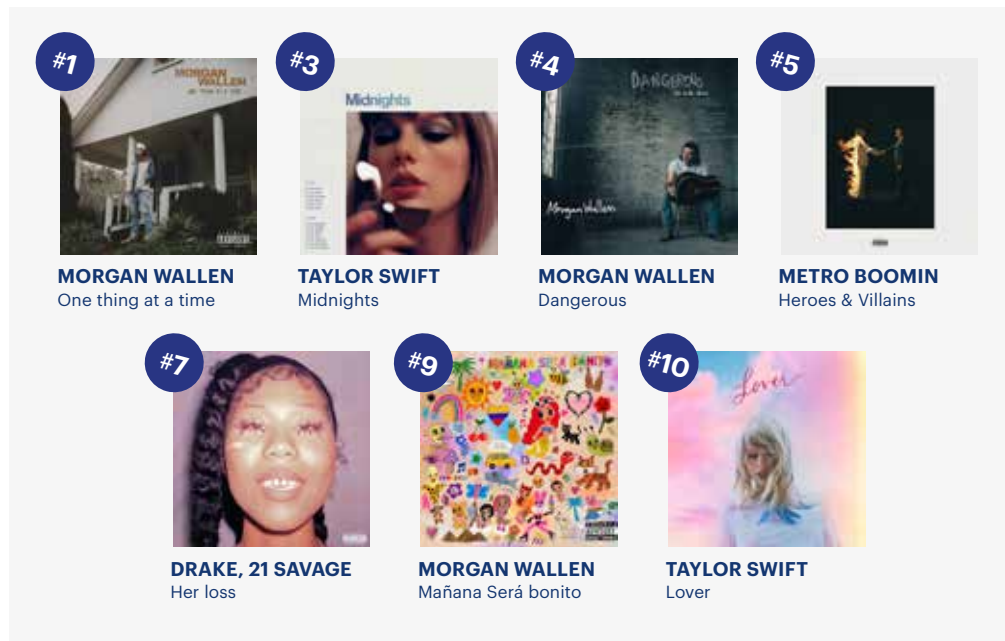
Regional revenue breakdown

Source: Universal Music, H1 2023.



7 of the top 10 albums in 2023 in the US

Source: Universal Music, 2023.



Hun indrukwekkende collectie omspannt meer dan een eeuw en omvat een van de grootste, meest gevarieerde en, cultureel gezien, rijkste verzameling muziek.

Opkomst van AI

In de laatste 8 jaar is het aantal van liedjes gestegen van 30 mio naar 100 mio. Het grootste deel van deze 70 mio nieuwe liedjes werd geproduceerd door AI. Desondanks de sterke groei van nieuwe liedjes, vertaalt zich dit niet in een hoog marktaandeel omdat deze muziek vaak mediocre is en niet gepromoot wordt. In tegendeel, het marktaandeel van muziek dat vóór 2000 werd geproduceerd is vandaag gestegen van 15% naar 21%. Bovendien mogen de AI-geproduceerde liedjes niet gestreamd worden tenzij men een licentie heeft van bijvoorbeeld Universal Music. Via deze weg kan AI dus een extra omzet betekenen voor Universal Music zelf. Regelgevers wereldwijd zullen de komende maanden specifieke regelgeving voor AI introduceren. Universal Music is ervan overtuigd dat het in de meeste regio's over de nodige wettelijke bescherming beschikt. Daarboven heeft Universal Music onlangs een partnerschap afgesloten met het AI-bedrijf Endel om soundscapes te maken die ontworpen zijn voor bijvoorbeeld meditatie en slaap.

Investment Case

Universal Music heeft de breedste en diepste pool van toptiesten ter wereld en is driemaal zo groot als zijn Amerikaanse concurrent Warner Bros Music. Hierdoor heeft Universal Music een sterke prijszettingmacht bij het onderhandelen van zijn licenties met o.a. Spotify, Apple, Amazon, Facebook, en recentelijk ook TikTok en Snap. Zijn muziek catalogoog alleen wordt geschat op € 40 mio, min of meer Universal Music's huidige beurswaarde. Daarboven heeft Universal Music ook inkomsten van distributie, merchandising, nieuwe artiesten enzoverder. Er zijn weinig industrieën waar producten van 20 jaar geleden nog steeds meer dan 20% van de omzet vertegenwoordigen en waar de omzet jaar op jaar blijft stijgen. Bovendien zijn de kosten voor het maken van de catalogus vele jaren geleden gemaakt. Vandaag is er weinig marketing nodig omdat de catalogus zichzelf verkoopt. Universal Music's marges zouden dus op de langere termijn zeer hoog zijn, aangezien meer dan 90% van de inkomsten uit de digitale wereld komen zonder enige productie-, noch distributiekosten. •

LUXEMBURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1
Fax (+352) 26440143

BELGIË
Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27
Fax (+32) 2 646 69 31

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2023 Securities De Munter.
Alle rechten voorbehouden.

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereguleerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gereïseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.