



**IBS**  
capital  
allies



# 2017 Outlook en Review

*“You have to think anyway, so why not think big?”*

- Donald Trump -



## Resultaten per activa categorie

- Het vierde kwartaal was een uitzonderlijk goed kwartaal voor de beurzen in de ontwikkelde landen. Dankzij Trump!
- Dat was onverwacht, omdat de consensus niet alleen verwachtte dat Hillary de verkiezingen zou winnen, maar ook dat, mocht Trump winnen, de beurzen fors zouden dalen.
- Uiteindelijk besloten de beurzen vooruit te lopen op de ambitieuze plannen van Trump: een hogere economische groei door onder meer forse investeringen in infrastructuur en lagere belastingen voor het bedrijfsleven.
- De beurzen van Azië en Emerging Markets reageerden minder enthousiast vanwege de protectionistische plannen van Trump en de gestegen US dollar.
- Ook de obligatiemarkten waren niet blij met de plannen van Trump. Inflatieverwachtingen werden fors omhoog bijgesteld, hetgeen resulteerde in stijgende lange rentes.
- Het vierde kwartaal bleek dan ook uit te monden in een slecht kwartaal voor obligatiebezitters.
- Over geheel 2016 behaalden obligatiebeleggers echter nog wel degelijk een zeer fatsoenlijk rendement.
- Uiteraard reageerden ook de grondstoffenmarkten zeer positief op de plannen van Trump. Investeringen in infrastructuur kunnen potentieel de vraag naar grondstoffen een forse duw in de rug geven.

### Rendementen

Aandelen	Q3 2016	Q4 2016	2016
MSCI Wereld	4,1%	7,8%	11,1%
MSCI Europa	4,2%	6,2%	3,1%
MSCI Noord-Amerika	2,7%	10,2%	15,7%
MSCI Japan	7,7%	6,5%	6,6%
MSCI Azië Pacific	8,3%	1,1%	9,9%
MSCI Emerging Markets	7,6%	1,8%	14,5%
<b>Obligaties</b>			
Citigroup EuroBig Index	0,9%	-2,5%	3,3%
Overheidsobligaties	0,8%	-2,8%	3,1%
Bedrijfsobligaties	1,8%	-1,4%	4,6%
Inflation-linked obligaties	4,0%	-1,1%	6,3%
<b>Alternatieven</b>			
Vastgoed (aandelen)	-0,5%	0,3%	6,8%
Grondstoffen	-5,5%	12,6%	14,7%
Emerging Market Debt	1,8%	-1,3%	10,5%
High Yield Debt	4,9%	0,5%	13,8%
<b>Liquiditeiten</b>			
Euribor 3 maanden	-0,30%	-0,32%	-0,32%
<b>Inflatie (op jaarbasis)</b>			
Inflatie Eurozone	0,4%	0,6%	1,1%

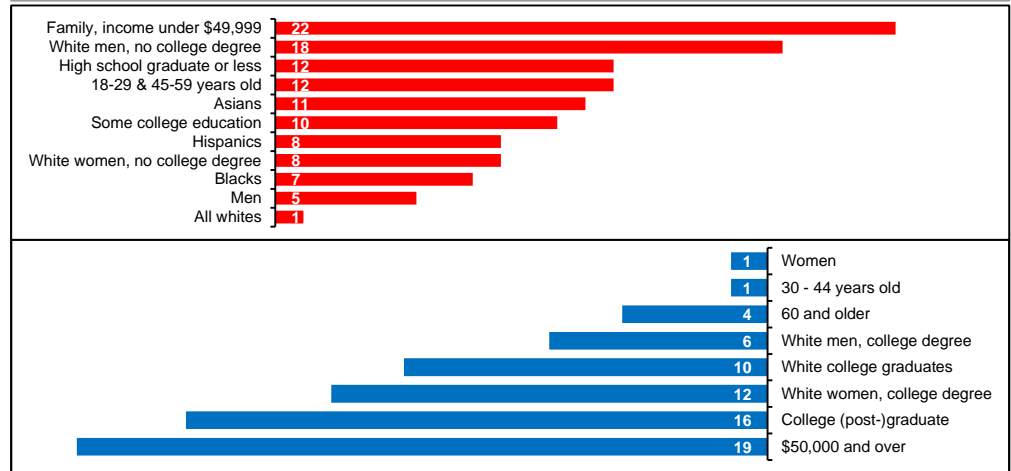


# Trumpflatie

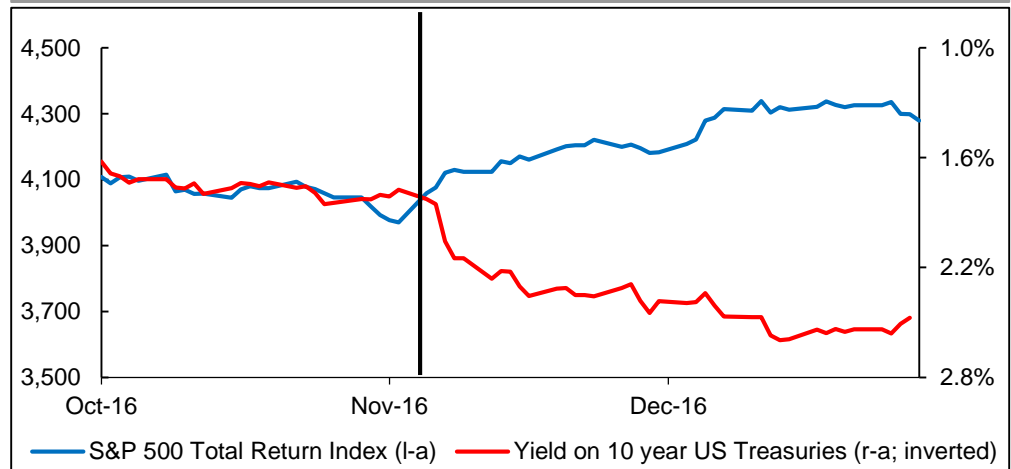
- Het vierde kwartaal van 2016 werd gedomineerd door één enkele gebeurtenis: de verrassende verkiezing van Trump tot president van de VS.
- De uitslag was des te verrassender doordat de exit polls lieten zien dat Trump (rood) het beter deed dan Mitt Romney (in 2012 tegenstander van Obama) bij alle niet-blanke bevolkingsgroepen. Bovendien presteerde hij beter dan Romney bij laagopgeleiden.
- Ook Hillary Clinton (blauw) verraste. Clinton deed het beter dan Obama in 2012 onder de hogere inkomens en de hogeropgeleiden. Pikant is dat zij slechts één armzalige procentje beter scoorde bij vrouwen dan Obama in 2012.

- Nu de rook een beetje is opgetrokken, kunnen we een inschatting maken met betrekking tot de mogelijke gevolgen van een Trump presidentschap. Zijn verkiezing heeft inmiddels al gezorgd voor grote verschuivingen in de verwachtingen omtrent de economische groei, de inflatie en de rente.
- Samen met zijn minister van Financiën, Steven Mnuchin, staat Trump klaar om het taboe op hogere begrotingstekorten op te heffen. En dat terwijl de economie gewoon groeit. Ook verwacht men dat de focus van het monetaire beleid zal verschuiven van het beteugelen van de inflatie naar het bevorderen van de economische groei en het creëren van nieuwe banen. Trump streeft naar 3% reële groei. Tel hierbij een inflatie van 2-2,5% op en de 10-jaars rente zou zo maar weer eens naar 5% kunnen stijgen, het dubbele van nu!

## Surprise..!



## Aandelen en rente omhoog



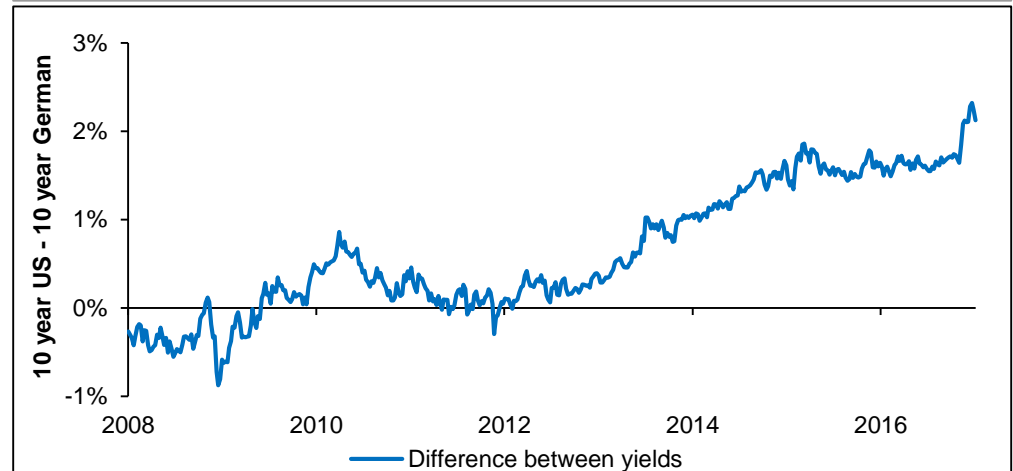


# Trumpflatie

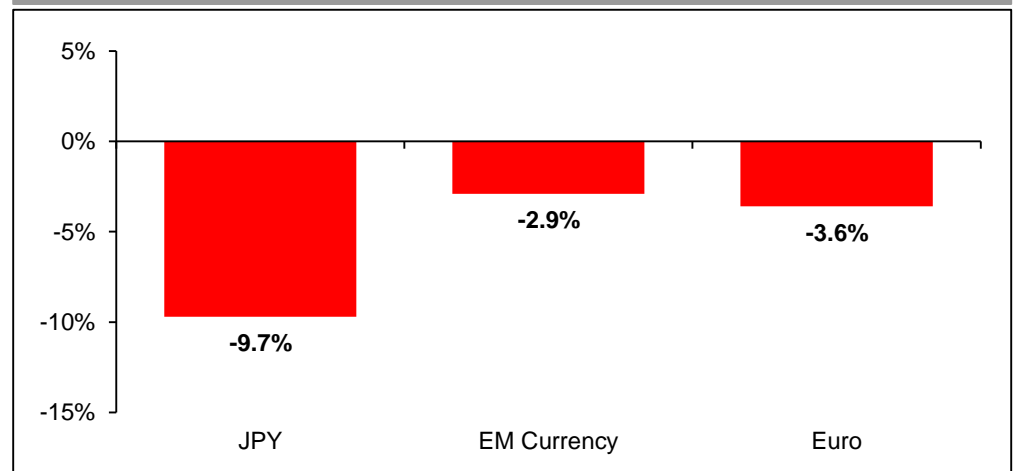
- De grote vraag is nu: zullen de rentes in de rest van de wereld mee-stijgen met die in de VS? Het lijkt erop dat de ECB en de Bank of Japan hun opkoopprogramma's en de daarbij behorende lage rentes nog wel een tijdje zullen volhouden. Dit betekent dat het verschil in rentes in het voordeel van de VS verder kan oplopen dan nu het geval is.
- Deze ontwikkeling heeft in een uitzonderlijke situatie geresulteerd. De theorie zegt dat wanneer beleggers een hogere inflatie verwachten, zij de voorkeur zouden moeten geven aan obligaties van landen met een sterke valuta en aan aandelen van landen met een zwakke valuta. Recentelijk, genoot de VS de eer om *en* de sterkste valuta *en* de zwakste obligatiemarkt *en* de sterkste aandelenmarkt te hebben. Een hoogst opmerkelijke combinatie!

- Misschien redeneert de markt dat de stijging van de inflatie beperkt blijft tot de VS *ondanks* een sterkere dollar. Wanneer Trump er inderdaad toe overgaat om honderdduizenden illegale immigranten het land uit te zetten en dit combineert met protectionistische maatregelen, dan zou de toename van de inflatie inderdaad beperkt kunnen blijven tot de VS. Het uitzetten van illegalen zal namelijk een tekort op de arbeidsmarkt (hogere lonen) veroorzaken, terwijl importtarieven de kosten voor de consument (inflatie) zullen opjagen.
- Zal de dollar verder blijven oplopen? Hierboven hebben we al het toegenomen renteverval tussen de VS en de Eurozone besproken. Een tweede argument voor een verdere dollarstijging is dat Emerging Markets door de hogere rente zullen worden gedwongen om hun dollarschulden af te lossen.

## 10-jaars rente VS minus 10-jaars rente Duitsland



## Valutadalingen versus de US Dollar sinds de verkiezingsuitslag



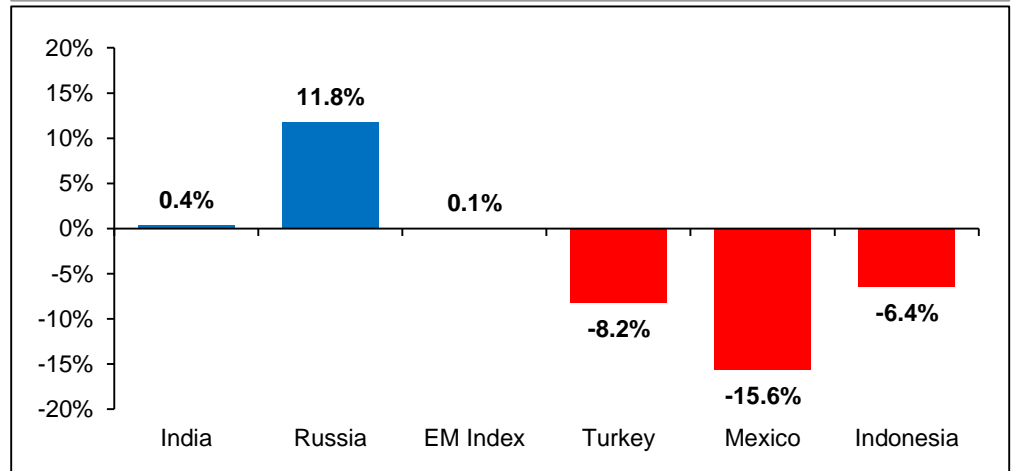


# Trumpflatie

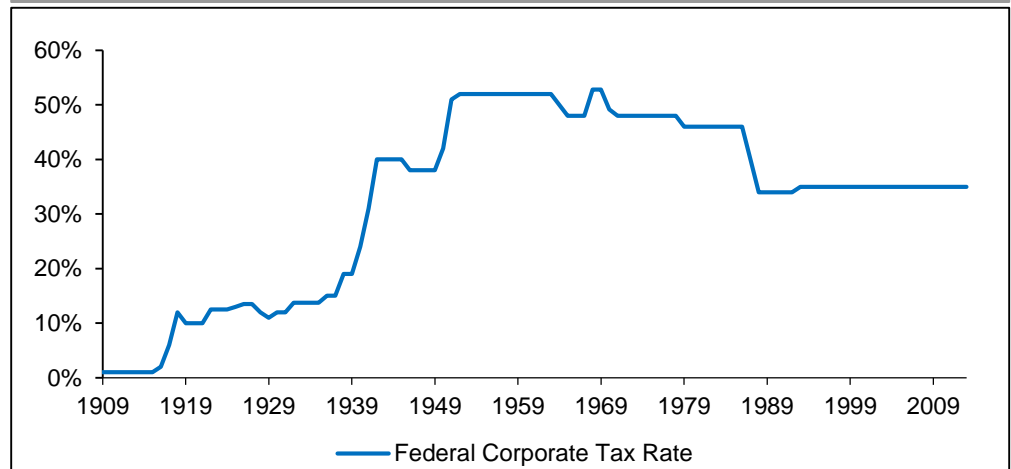
- Echter, een aantal Emerging Markets heeft de verkiezing van Trump en de recente dollarstijging goed doorstaan.
- Relatief protectionistische landen, zoals Rusland en India, hebben beter gepresteerd dan landen met hoge schulden die daarbij ook nog eens sterk afhankelijk zijn van de wereldhandel, zoals Turkije, Mexico en Indonesië.
- Ook de belastingplannen van Trump zouden ervoor kunnen zorgen dat de kapitaalstromen richting de VS kunnen toenemen. Dit zou kunnen bijdragen aan een verdere dollarstijging. Ten eerste heeft Trump plannen om een lagere belasting te heffen om multinationals te bewegen hun buitenlandse winsten te repatriëren. Het effect op de dollar zal waarschijnlijk kleiner zijn dan gedacht, omdat circa 75% van deze winsten al in dollars worden aangehouden.

- Trump stelt tevens voor om de winstbelasting voor het bedrijfsleven te verlagen van 35% naar 15%. Dit zal voor Amerikaanse ondernemingen leiden tot een hoger rendement (na belastingen) op het geïnvesteerde kapitaal. Dit maakt de Amerikaanse beurs een stuk aantrekkelijker voor buitenlandse beleggers. Het lijkt er overigens op dat beleggers al zijn vooruitgelopen op dit effect.
- Ten tweede staat het afschaffen van de erfbelastingen op de agenda. Amerikanen zijn hiervan al vrijgesteld voor vermogens lager dan \$5,45 miljoen. Buitenlanders zijn echter slechts vrijgesteld voor de eerste \$60.000. Daarboven dienen zij 40% te betalen. Ook deze maatregel zou kunnen zorgen voor een forse instroom van buitenlands kapitaal.

## Emerging Markets sinds Trump



## Federal US corporate tax rate





# Trumpflatie

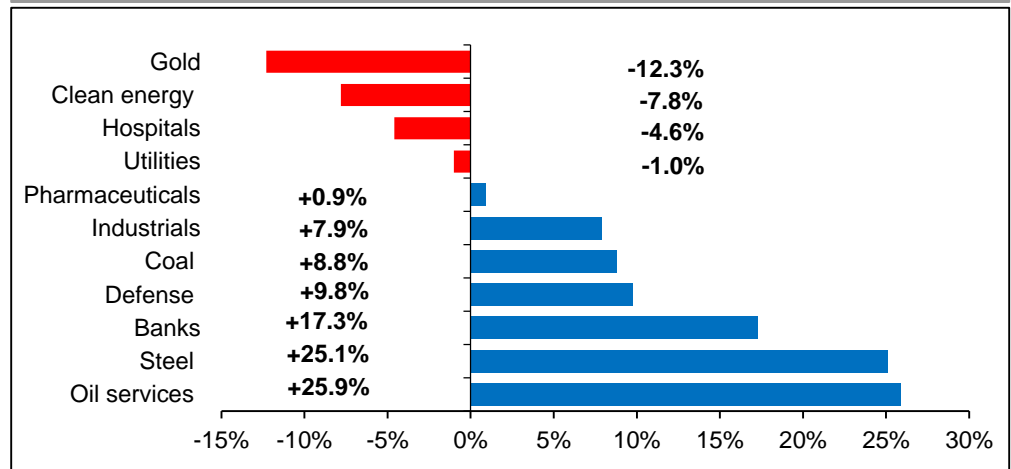
- De verkiezing van Trump kan voor de Eurozone wellicht nog een vervelend staartje krijgen. Dit gaat niet zozeer over het beleid van Trump, maar over de politieke omwenteling waarvoor hij gezorgd heeft.
- De Brexit was hiervan al een voorproefje. Direct na de verkiezingswinst van Trump volgde ook nog eens een gevoelige referendumnederlaag voor de zittende Italiaanse premier Renzi.
- De Nederlandse, Franse en Duitse verkiezingen staan in 2017 voor de deur. Er is dus voldoende potentie voor de PVV, Marine Le Pen en Alternative für Deutschland (AfD) om te verrassen.
- Al biedt opkomst van François Fillon als leider van rechts Europa hoop dat Le Pen kan worden verslagen.

- De meeste experts werden door de positieve reactie van de beurzen op de verkiezingswinst van Trump verrast. Een beursstijging was juist gereserveerd voor een overwinning van Hillary Clinton.
- Maar zoals zo vaak laten financiële markten zich lastig voorspellen en steeg de S&P 500 Index met 5%. Het rendement van de diverse sectoren tot en met het jaareinde was een reflectie van wat beleggers verwachten van de plannen van Trump. Energie profiteerde van Trump's anti-klimaatakkoordpositie. Staal en industriële ondernemingen profiteerden van Trumps infrastructuurplannen. Banken stegen vanwege de voorgenomen versoepeling van de regelgeving en de opgelopen rente. En defensie...?

## Na Trump nog meer extreme verkiezingsuitslagen?

Party	2012	03-Jan-16	Difference
PVV	15	39	+24
VVD	41	19	-22
CDA	13	20	+7
D66	12	16	+4
GroenLinks	4	15	+11
SP	15	15	0
50Plus	2	4	+2
PvdA	38	9	-29
ChristenUnie	5	5	0
Partij voor de Dieren	2	4	+2
SGP	3	3	0
DENK	-	-	0
VNL	-	-	0
Others	-	1	+1

## Sector rotatie



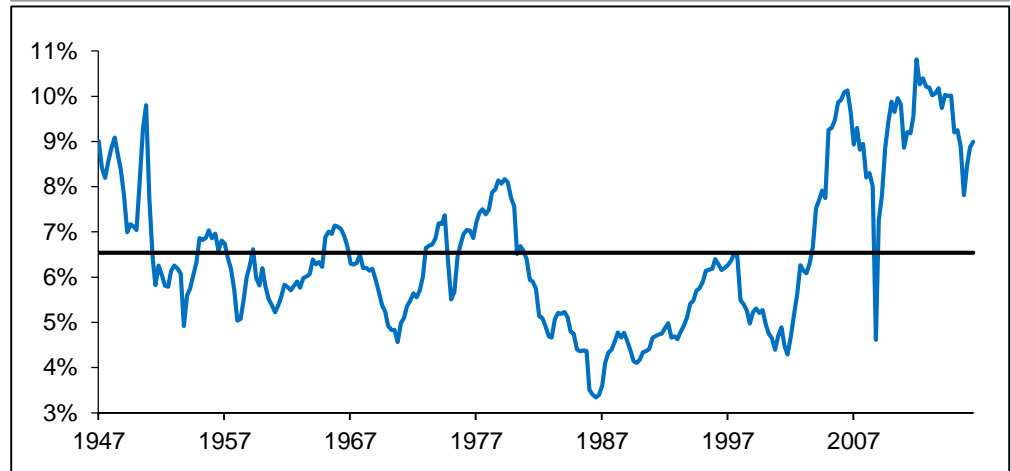


# Trumpflatie

- Toch is het geen uitgemaakte zaak dat Amerikaanse aandelen goed blijven presteren. Met name protectionistische maatregelen kunnen de VS duur komen te staan. De economische theorie vertelt ons dat wanneer de VS plannen heeft om importarieven te heffen dat de dollar hierop in waarde zal stijgen, zodat elk Amerikaans concurrerend voordeel geëlimineerd wordt. Dit is ook wat we op dit ogenblik zien gebeuren.
- Is de kans groot dat de Amerikaanse beurs net zo goed zal presteren onder Trump als onder Obama? Nee! De grafiek hiernaast toont aan dat de bedrijfswinsten in de VS al jaren hoger zijn dan het gemiddelde. De voornaamste redenen hiervoor zijn de lage rente en het feit dat de loonkosten nauwelijks zijn gestegen.

- Wanneer Trump zijn zin krijgt, mogen we verwachten dat de inflatie, de rente en de lonen zullen stijgen. Dit zal nadelig uitpakken voor de bedrijfswinsten.
- De tabel hiernaast toont bovendien aan dat de regio die gedurende een periode van vijf jaar het best presteert doorgaans niet de regio is die in de daaropvolgende vijf jaar het hoogst rendeert.
- Financiële markten werken in cycli. In de vijf jaar tot en met 2001 presteerde de Amerikaanse beurs respectievelijk 9% en 16% per jaar beter dan de beurzen van de rest van de ontwikkelde wereld en Emerging markten. In de vijf jaar daarop waren de rollen omgedraaid. De afgelopen vijf jaar was het opnieuw de VS dat de ranglijst aanvoerde. Wees voorbereid op een wisseling van de wacht!

## Bedrijfswinsten als percentage van het Amerikaanse BNP



## What goes around, comes around

Annualized returns in the 5 years before:			
Date	US	World (ex US)	Emerging Markets
31-Dec-2001	10,7%	1,4%	-6,1%
31-Dec-2006	6,2%	15,5%	26,9%
31-Dec-2011	-0,2%	-4,2%	2,7%
31-Dec-2016	14,6%	7,1%	1,6%



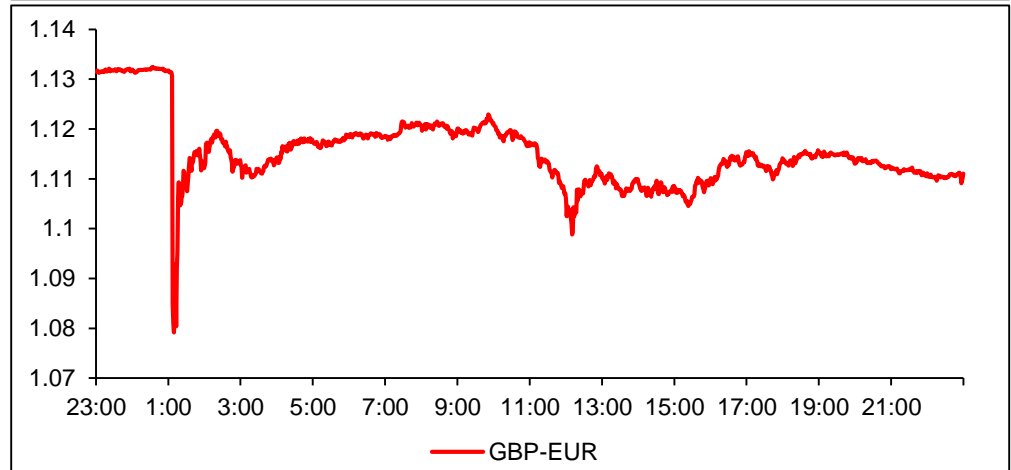


# De onvoorspelbaarheid van financiële markten

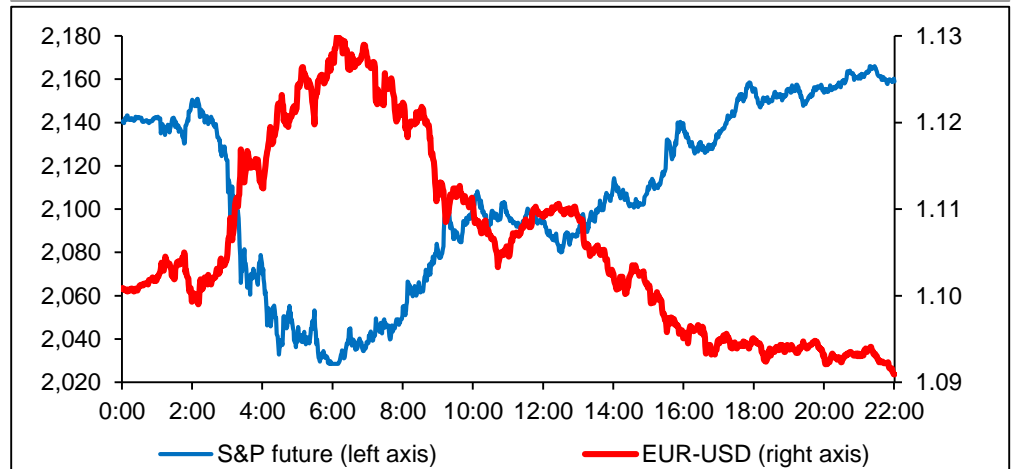
- Op 7 oktober daalde de Britse pond van het ene moment op het ander met 6%. In eerste instantie werd de schuld gegeven aan opmerkingen van de Franse President Hollande over de Brexitonderhandelingen. Momenteel wordt eerder gedacht aan het 'fat finger'-syndroom. Een fout van een trader die een of meer nulletjes teveel intypt bij het verzenden van zijn verkoopopdracht. Tradingalgorithms doen vervolgens de rest.
- Ondanks dat de crash van de pond slechts kort duurde, veroorzaakte deze toch flink wat schade. Het noopte de Britse winkelketen Sports Direct om een winst-waarschuwing af te geven, omdat zij door de val van het Pond £15 miljoen had verloren.

- Ook op 9 november, tijdens de Amerikaanse verkiezingen, vonden er heftige koersbewegingen plaats.
- Gedurende de nacht bleek de kans steeds groter dat Trump de verkiezingen zou gaan winnen, waardoor zowel de S&P future als de dollar verzwakten. Dit was ook wat iedereen verwachtte voorafgaande aan de verkiezingen.
- Nadat 's ochtends duidelijk was geworden dat Trump inderdaad gewonnen had, sloegen de markten pijlsnel om.
- De reden? ***It's the economy, stupid!***

## Flash crash van het Britse Pond



## Oeps...verkeerd gegokt!





# Kwaliteit en Return on Invested Capital

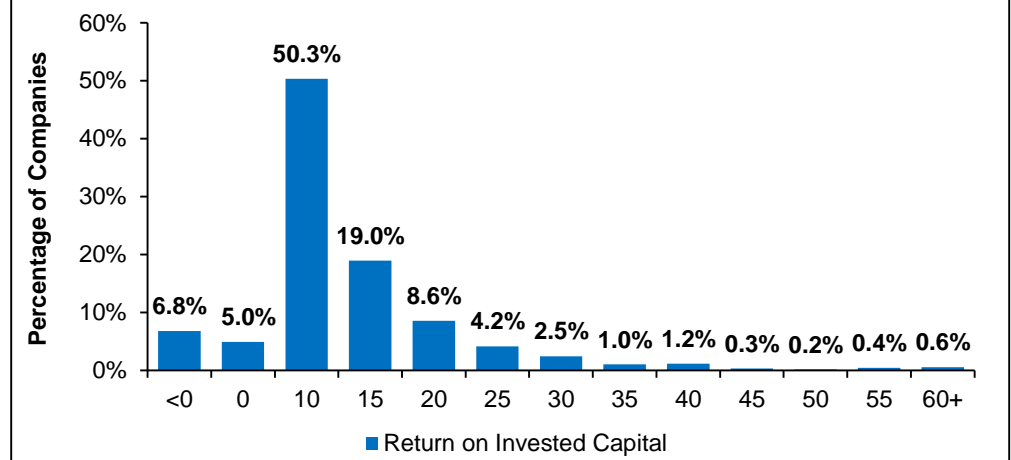
- Bij de selectie van individuele aandelen hanteren wij kwaliteit als een belangrijk selectiecriteria.
- Warren Buffett zei ooit: *“Leaving the question of price aside, the best company to own is one that over an extended period can employ large amounts of capital at very high rates of return. The worst company to own is one that must consistently employ evergreater amounts at very low rates of return.”*
- Wij stellen dan ook voor om een kwalitatief goede onderneming te definiëren als een onderneming met een consequent hoge ‘return on invested capital’ (ROIC) die ook nog eens boven de ‘cost of capital’ (CoC) uitkomt. Het is belangrijk dat de ROIC consequent hoger is dan de CoC.

- ROIC is winst gedeeld door geïnvesteerd kapitaal. Om de winst te laten groeien, moet een onderneming investeren in zijn activa. Voorbeelden hiervan zijn bedrijfsvoorraden of een fabriek.
- Voor elke euro die wordt uitgegeven aan investeringen, wordt een hoeveelheid aan winst verwacht. Een onderneming heeft bijvoorbeeld €10 miljoen geïnvesteerd in een fabriek. Hiermee wordt gedurende het jaar €1 miljoen winst gemaakt. De onderneming heeft dan een ROIC behaald van 10%. Niet slecht. Historisch gezien is dit de gemiddelde ROIC van beurgenoteerde ondernemingen. Sommige ondernemingen kunnen een hoge winst behalen met een kleine investering. Een ROIC van 50% is mogelijk, maar is tevens, zoals de grafiek aantoont, zeer zeldzaam!

## Introductie kwaliteit



## De distributie van Return on Invested Capital



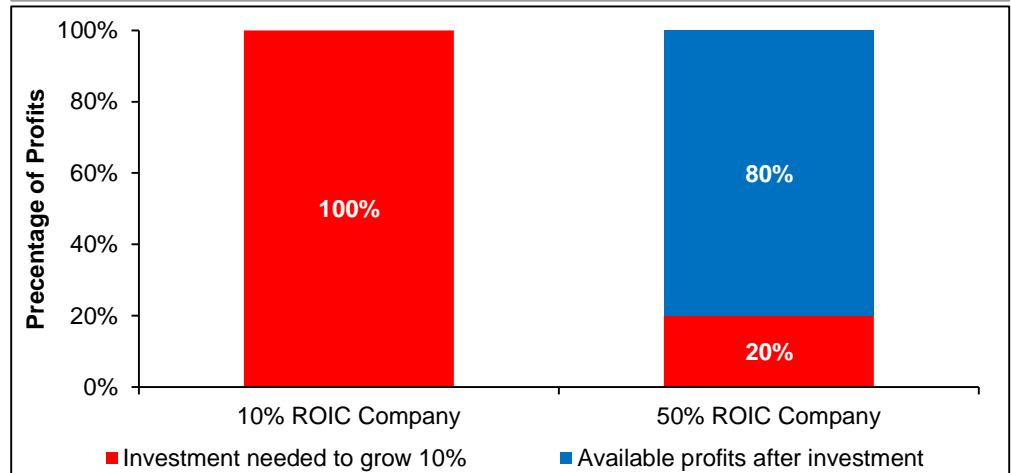


# Return on Invested Capital

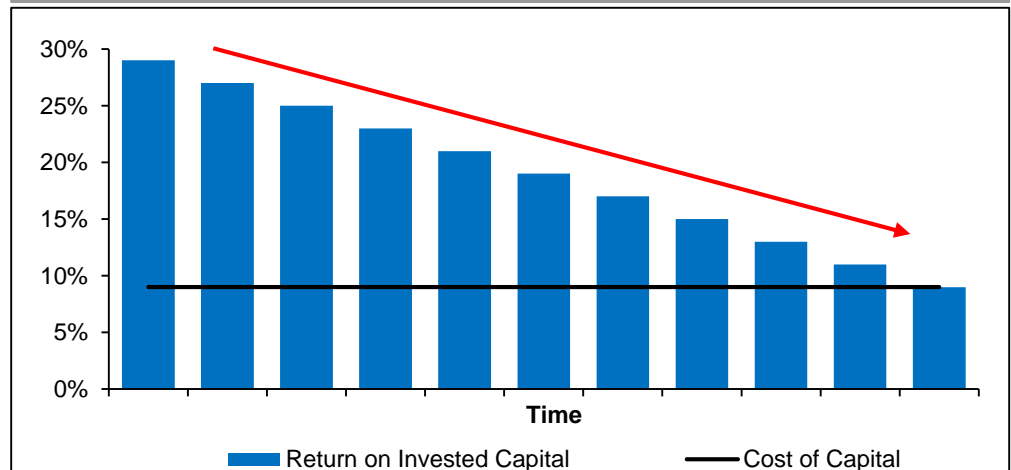
- Stel twee ondernemingen ambiëren een winstgroei van 10%. De onderneming met een ROIC van 10% zal de volledige winst dienen te herinvesteren. De onderneming zal dan geen geld meer beschikbaar hebben om uit te keren aan de aandeelhouders in de vorm van dividend of om de eigen aandelen in te kopen.
- De onderneming met een ROIC van 50% hoeft slechts éénvijfde deel van haar winst te herinvesteren om haar winst met 10% te laten groeien. Zij heeft dan nog 80% van haar winst beschikbaar om uit te keren aan de aandeelhouders in de vorm van dividend of om de eigen aandelen in te kopen. Wanneer de onderneming voldoende investeringsmogelijkheden heeft, kan zij de volledige winst herinvesteren zodat een winstgroei van 50% per jaar kan realiseren!

- Winstgroei hoeft dus niet te betekenen dat ook aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd. Wanneer de onderneming haar groei slechts kan behouden door alle winsten te herinvesteren, is dit minder waardevol voor de aandeelhouder.
- Daarnaast is het van belang te beseffen dat het een onderneming geld kost om kapitaal aan te trekken. Voor grotere ondernemingen wordt uitgegaan van circa 9%. Dit staat bekend als de 'cost of capital' (CoC).
- Voor de meeste ondernemingen geldt dat de ROIC op de lange termijn daalt naar het niveau van de CoC. De reden hiervoor is dat hoge winsten concurrentie aantrekt. Dit zorgt voor prijsdruk en resulteert in een lagere winstgevendheid voor de sector.

## De relatie tussen groei, ROIC en beschikbaar kapitaal



## Concurrentie is funest





# Return on Invested Capital

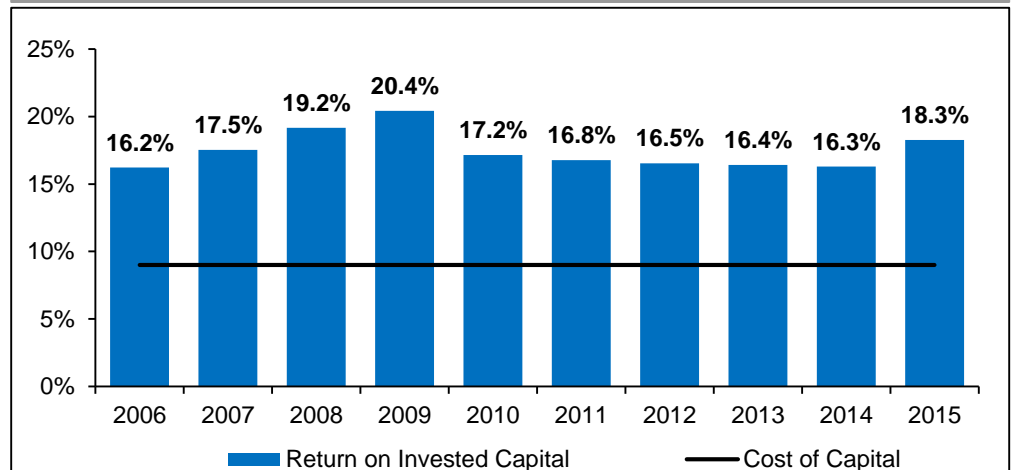
- Slechts ondernemingen met een blijvend competitief voordeel zijn in staat om op de lange termijn een hoge ROIC te behouden.
- Er zijn ondernemingen die in staat zijn iets te doen dat moeilijk is na te bootsen. Zij zijn dankzij hun 'blijvende competitieve voordelen' in staat om concurrentie buiten de deur te houden.
- Warren Buffett classificeerde deze blijvende competitieve voordelen als een 'moat', oftewel een kasteelgracht. Ondernemingen met een moat hebben voldoende haaien en piranhas in hun kasteelgracht rondzwemmen om rovers en vijanden (concurrenten) buiten de deur te houden.

- Recordati, één van de aandelen in onze portefeuilles, is een Italiaanse farmaceut die al langere tijd in staat is om zo'n hoge ROIC te behouden.
- Recordati ontwikkelt medicaties tegen ziektes die slechts een beperkte groep mensen treffen (rare diseases). Hierdoor is deze markt voor de farmaceutische reuzen te klein. De bijdrage aan de omzet is simpelweg te beperkt. Medicatie voor zeldzame ziektes is echter vaak dringend nodig. Daarom ontwikkelt Recordati deze medicijnen in samenspraak met de patiënt. Recordati ontvangt bovendien op regelmatige basis steun van overheden in de ontwikkeling van de medicatie tegen deze zeldzame ziektes.
- De beperkte omvang van de markt, haar patenten en de band met haar patiënten zijn de blijvende competitieve voordelen voor Recordati.

## Moat



## Recordati



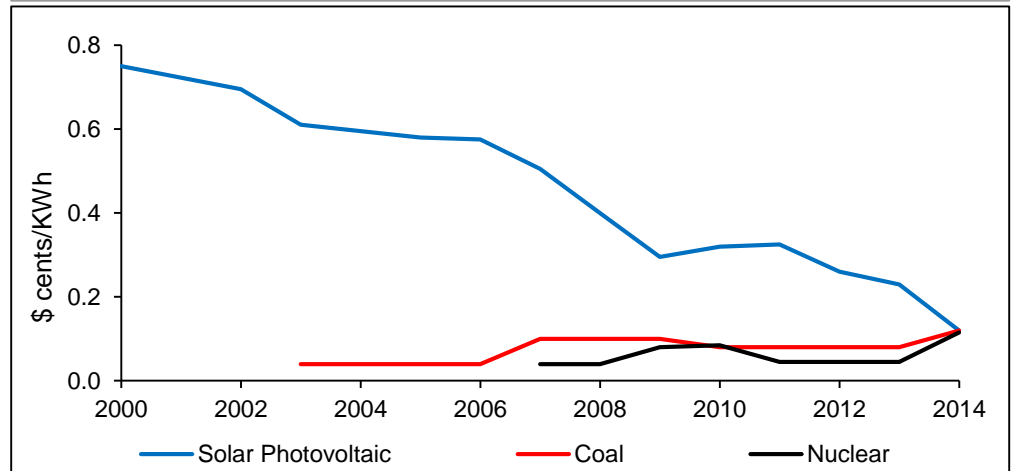


# Duurzaam

- De daling van de prijzen van zonnepanelen heeft in 2016 doorgezet. Hoewel er nog veel verschillen zijn tussen energie-markten wereldwijd, is de geschatte gemiddelde prijs van zonne-energie flink gedaald. In meer dan dertig landen is de prijs van zonne- en wind-energie nu goedkoper dan fossiele brandstoffen en in twee derde van de landen zou dit moment binnen een paar jaar moeten aanbreken.
- Veel producenten van zonnepanelen draaien momenteel verlies bij het maken van de panelen. De enige oplossing die ze daarvoor hebben? Nog meer produceren!

- Eén van de grote drijvers van de kostenvermindering van zonnepanelen is het vergrote aanbod vanuit China. Momenteel zijn de grootste twee producenten van zonnepanelen Chinese ondernemingen.
- Tegelijkertijd spelen er in China allerlei andere duurzaamheidsvraagstukken. Bijvoorbeeld de smog in Beijing. Dat die niet te harden is, dat was allicht al bij u bekend.
- Maar sinds kort is er in Beijing zelfs een milieupolitie die er streng op toeziet dat de bevolking van Beijing niet meer barbecuet in de open lucht en stopt met het verbranden van hun grofvuil en gft-afval. Dit is de nieuwste zet in de 'war on pollution' zoals alle genomen maatregelen tezamen worden genoemd.

## De kosten van zonne-energie dalen flink wereldwijd.



## Zelfs de nieuwste politie in Beijing ziet geen hand voor ogen!





## Duurzaam

- Een onderneming die steeds meer gebruik maakt van zonnepanelen is Sonova, één van de aandelen in onze portefeuilles. In Suzhou, China heeft de onderneming een zonnepanelenpark van een halve hectare gebouwd om zo haar CO2-uitstoot te kunnen verminderen. Sonova heeft zich ten doel gesteld om in het boekjaar 2018/19 10% minder CO2 uit te stoten dan in 2013/14.
- Naast het overstappen op duurzamere energiebronnen, wil Sonova ook minder energie verbruiken. Door bijvoorbeeld het filtersysteem van de airconditioners in de Chinese fabriek te koelen met condens, kunnen de koelsystemen een stuk efficiënter werken. Dit soort maatregelen moeten helpen om de doelen met betrekking tot de CO2-uitstoot te behalen.

- Ook maken ondernemingen steeds meer gebruik van duurzame materialen. De Franse onderneming BIC, een ander aandeel in onze portefeuilles, heeft recentelijk haar Ecolutions-lijn uitgegeven, waarbij zij voor 76% gebruik maakt van gerecyclede materialen.
- Daarnaast bezuinigt BIC op de verpakkingen van haar producten. Zo werd in 2015 79% van de aanstekers zonder verpakking verkocht. Tevens had de onderneming zich ten doel gesteld dat eind 2016 90% van het gebruikte karton van gecertificeerde of gerecyclede bronnen afkomstig te laten zijn en om 90% van het gebruikte plastic PVC-vrij te gebruiken. PVC bevat namelijk lood en chloor dat in de atmosfeer terecht komt bij verbranding.

### Minder energie-consumptie bij Sonova, maar meer uitstoot!

#### Energy Consumption In MWh

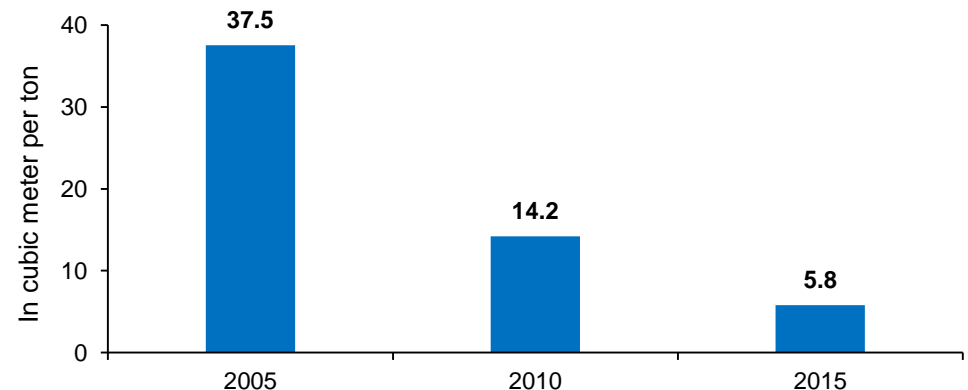
	2015	2014	2013
Heating	7.708	10.067	10.565
Electricity	26.875	27.566	26.051
Total	34.883	37.633	36.616

#### Greenhouse Gas (GHG) Emissions In tonnes of CO2-equivalents

	2015	2014	2013
Total	22.426	21.853	20.802

### Het waterverbruik in de fabrieken van BIC is enorm afgenomen.

Normalized water consumption per ton of production





# Positionering

Aandelen	Overwogen	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Op 14 november hebben wij de aandelenallocatie in onze portefeuilles verhoogd naar maximaal overwogen.</li><li>▪ Wij hadden al een overwogen aandelenpositie voor de Amerikaanse verkiezingen.</li><li>▪ De forse verbetering van het sentiment bij beleggers gaf ons het groene licht om aandelen maximaal te overwegen in de portefeuilles.</li></ul>
Obligaties	Onderwogen	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Onze portefeuilles hebben een maximaal onderwogen positie in vastrentende waarden.</li><li>▪ De allocatie naar vastrente waarden was al onderwogen voor 14 november.</li><li>▪ De huidige rentestand, gecombineerd met de recente stijging van de rente, maken obligaties op dit moment een onaantrekkelijke beleggingscategorie.</li><li>▪ Een deel van de allocatie naar vastrentende waarden is belegd in 'inflation-linked' en in 'floating rate' obligaties. Deze obligaties profiteren van een stijging van de inflatie respectievelijk een stijging van de korte rente.</li></ul>
Alternatieven	Overwogen	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Onze allocatie naar alternatieven is licht overwogen.</li><li>▪ Een positie in Goud maakt een klein onderdeel van de portefeuille uit.</li></ul>



## Investment Team



**Hans Betlem**

Chief Investment Officer

[hans.betlem@ibscanl](mailto:hans.betlem@ibscanl)  
+31 6 218 88 344



**Frank Bijleveld**

Senior Portfolio Manager

[frank.bijleveld@ibscanl](mailto:frank.bijleveld@ibscanl)  
+31 6 510 85 204



**Koen Ronda**

Portfolio Manager

[koen.ronda@ibscanl](mailto:koen.ronda@ibscanl)  
+31 6 237 58 580



**Ronald Bomkamp**

Operational Portfolio Manager

[ronald.bomkamp@ibscanl](mailto:ronald.bomkamp@ibscanl)  
+31 6 146 90 089



**Michael Hiltrop**

Sustainability Manager

[michael.hiltrop@ibscanl](mailto:michael.hiltrop@ibscanl)  
+31 6 505 92 923



**Martijn Kleinbussink**

Investment Analyst

[martijn.kleinbussink@ibscanl](mailto:martijn.kleinbussink@ibscanl)  
+31 6 513 15 156

De Cuserstraat 87  
1081 CN Amsterdam  
+ 31 20 51 41 780  
[info@ibscanl](mailto:info@ibscanl)  
[www.ibscanl](http://www.ibscanl)

18-20, Rue Edward Steichen  
L-2540 Luxembourg  
+ 35 22 786 0684  
[info@ibscalu](mailto:info@ibscalu)  
[www.ibscalu](http://www.ibscalu)





**IBS**  
capital  
allies

Deze presentatie is exclusief vervaardigd ten behoeve van en voor intern gebruik door de ontvanger en niets uit deze presentatie mag openbaar worden gemaakt of bekendgemaakt aan een ander dan de ontvanger. Noch deze presentatie, noch enig gedeelte uit deze presentatie mag worden gebruikt voor enig ander doel dan waarvoor deze presentatie is opgesteld zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van IBS. De informatie in deze presentatie geeft de heersende huidige markt weer en onze visie daarop, welke aan verandering onderhevig kunnen zijn. De in dit document opgenomen informatie is samengesteld uit bronnen die als betrouwbaar gelden zonder dat naar de juistheid van die informatie nader onderzoek is gedaan. Geen uitdrukkelijke of impliciete waarborgen of garanties worden gegeven met betrekking tot de juistheid of volledigheid van deze presentatie of de inhoud daarvan. Tevens zal noch deze presentatie noch iets in de presentatie enige verplichting scheppen voor IBS of de basis van enige overeenkomst zijn met IBS of beogen te zijn. De presentatie is geen (beleggings)advies en is ook geen aanbod of uitnodiging tot het doen van effectentransacties.