

## Rendement

➤ 18,7 % tot en met juni 2019

## HeerenNieuws nummer 7 – juni 2019

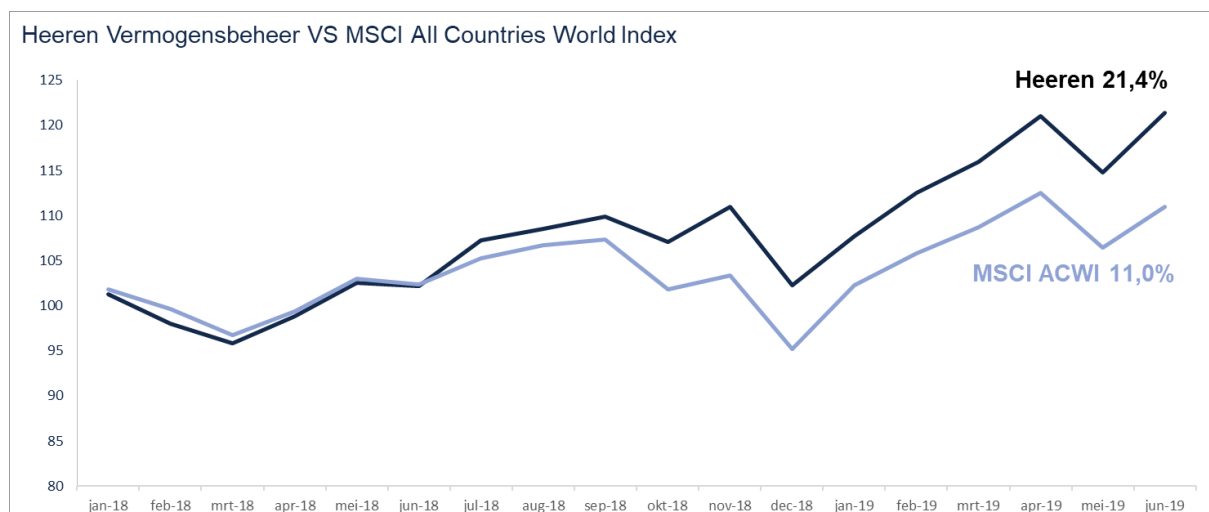
### Terugblik juni 2019 en eerste helft van 2019

De eerste helft van 2019 was een onrustige periode door de handelsoorlog die de Verenigde Staten is gestart tegen China, de perikelen rondom de Brexit en eerste kwartaalcijfers waar de bedrijfswinsten gemiddeld genomen vlak bleven. Ondanks de negatieve tendens van deze berichtgeving is de MSCI All Countries World Index, geholpen door de verder gedaalde rente, per saldo met 16,7% gestegen. Ook juni was goed met een plus van 4,3%. Onze aandelenportefeuille deed het nog iets beter met een stijging van 5,7% in juni en een winst van 18,7% over de eerste helft van het jaar.

De onrust op de markten zien wij ook terug op bedrijfsniveau. Waren Western Digital, Qualcomm en General Motors in mei nog bij de slechtst presterende aandelen in onze portefeuille, in juni vormen zij de top-3 van grootste stijgers. Western Digital steeg met 27%, General Motors 15% en Qualcomm 13%. Van de sectoren was de sector informatie technologie als zo vaak de best presterende sector, gevolgd door de sector luxe goederen en diensten. De slechtst presterende aandelen in onze portefeuille waren Unilever met een min van 1%, Henkel met een daling van 0,1% sinds onze aankoop en LafargeHolcim met een plus van 0,4%.

Tot onze vreugde is General Mills met een koerswinst van 39% ons beste presterende aandeel in het eerste halfjaar. Daarmee heeft het onze positieve verwachtingen toen wij het vorig jaar november opnamen in onze portefeuille ruimschoots waargemaakt. Qualcomm, dat veel in het nieuws is geweest en daardoor forse koersuitslagen liet zien, is per saldo 37% gestegen. Op de derde plaats komt luxe goederen producent Richemont die 34% won.

Verliezers waren er helaas ook in de eerste helft van het jaar. Het aandeel Western Digital staat dit jaar weliswaar 31% in de plus, maar verloor 13% sinds opname in april in onze portefeuille. CVS Health Corp gaf 11% prijs en Henkel (dat dit jaar 9% inleverde) daalde vanaf onze aankoop met 0,1%. Dit zijn ook de enige aandelen in onze portefeuille met een negatief rendement.



Rendement vanaf 1 januari 2018 tot en met 30 juni 2019

Presteerden de aandelenbeurzen al beter dan menigeen had verwacht in het licht van alle economische en geopolitieke onzekerheden, voor de obligatiemarkten gold dat nog in veel sterkere mate. Tegen de algemene verwachting in daalden de kapitaalmarktrentes nog verder met stijgende koersen als gevolg. Vooral Europese staatsobligaties met een langere looptijd hebben het erg goed gedaan. Zo is de iShares Euro Government 7-10 jaars ETF met maar liefst 7% gestegen. Onze benchmark, de Barclays Euro Aggregate index, is door de kortere duration met "maar" 5,4% gestegen.

Onze obligatieselectie bleef daar licht bij achter met een stijging van 5,2%. Dat was vooral te wijten aan het grotere belang van leningen met een kortere duration, vooral bij High Yield en Covered Bonds.

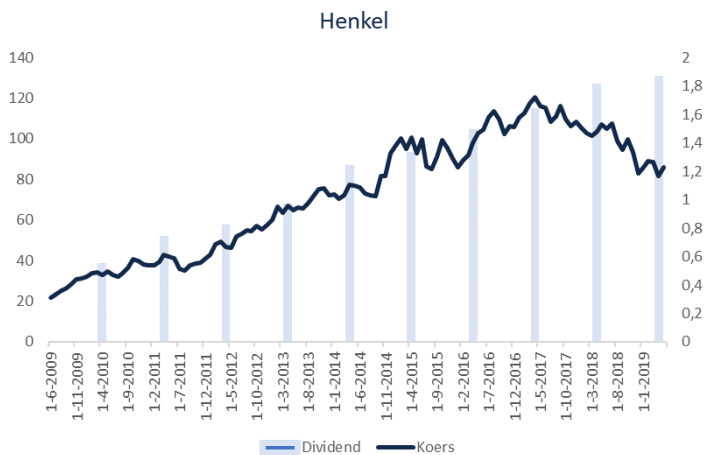
## Mutaties juni 2019

Wij hebben in juni de positie in Nestlé verkocht. De koers was sinds begin 2019 met 33% opgelopen, terwijl de winstgroei-vooruitzichten hetzelfde gebleven zijn. Daardoor werd de waardering in onze ogen erg hoog. In de sector vinden wij Henkel momenteel interessanter. Hieronder gaan wij uitgebreid in op de redenen om dit aandeel op te nemen. Wij hebben niet de gehele opbrengst van de verkoop van Nestlé in Henkel belegd, omdat wij van deze gelegenheid gebruik wilden maken om het relatief kleine belang in BASF op te hogen.

## Henkel

De Duitse multinational Henkel is actief in de sectoren wasmiddelen, cosmetica en kleefstoffen en lijmen. Bijna de helft van de omzet komt uit de divisie kleefstoffen en lijmen, circa 30% van wasmiddelen en de resterende 20% komt uit de divisie cosmetica. Ruim 40% van de omzet wordt gerealiseerd in de opkomende markten, een derde in West-Europa en een kwart in Noord-Amerika. Bekende merken van Henkel zijn Persil, Pritt, Pattex, Fa en Schwarzkopf.

De aandelenkoers van Henkel is dit jaar met ongeveer 9% gedaald. Daarmee is Henkel fors achtergebleven bij de MSCI All Countries World Index die met bijna 17% is gestegen en ook bij de specifieke wereldwijde consumptiegoederen index die 16% won.



De belangrijkste reden voor de achterblijvende koers zijn hogere grondstofprijzen waardoor de marges van Henkel onder druk zijn gekomen. Het bedrijf is minder goed in staat geweest de prijzen van de producten te verhogen dan de meeste concurrenten.

Henkel werkt wel al een aantal jaren met succes aan de verbetering van de marges. De brutowinstmarge van Henkel is de afgelopen jaren al flink verbeterd, van 11,3% in 2011 tot 15,7%

in 2018. Een verdere verbetering is mogelijk door het realiseren van synergievoordelen uit een aantal kleinere overnames, zoals Sun Products in 2016, die Henkel de afgelopen jaren heeft gedaan. Analisten verwachten dat de marge in 2020 rond de 17% kan uitkomen. Dat is nog wel 2% punt onder de brutowinstmarge van Unilever, maar dat heeft ook een ander productenpakket.

Wij zijn van mening dat het negatieve sentiment rond Henkel te ver is doorgeschoten en vinden de waardering op dit koersniveau aantrekkelijk. De koers/winst verhouding op basis van de verwachte winst over 2019 is 15,4, en ligt daarmee 15% onder de K/W van de sector en bijna 30% onder die van een concurrent als Unilever. Dit wordt niet gerechtvaardigd door de lagere brutomarge. Daarnaast heeft Henkel, ook na de recente overnames, een lage schuldpositie die verdere overnames mogelijk maakt.

Het dividend van Henkel oogt wat aan de lage kant. Op basis van de huidige koers is het dividendrendement 2,15%. Dit komt omdat Henkel de afgelopen jaren een pay-out ratio tussen de 25% en 35% hanteerde; vorig jaar was de pay-out ratio 30,9%. Maar voor 2019 heeft het bedrijf aangekondigd dat de pay-out ratio tussen de 30% en 40% gaat uitkomen. Dat is overigens nog steeds lager dan die van de sector, die nu circa 52% bedraagt.

Door de relatief lage waardering, de ruimte die er is om de marges verder te verbeteren, de ruimte om het dividend te verhogen en de lage schuldenpositie zijn wij positief over de vooruitzichten van Henkel. Wij zien het aandeel als een goede toevoeging aan onze portefeuille en als een waardige vervanger van Nestlé.

## Rendementen van onze risicoprofielen in 2019

Halverwege het jaar is ook een goed moment om de stand van zaken van onze risicoprofielen onder de loep te nemen. Dankzij de fraaie rendementen van zowel de aandelen- als de obligatieportefeuille zien wij mooie rendementen voor alle vijf de profielen. En als gevolg van de tactische asset allocatie presteren ook alle profielen met een allocatie naar aandelen beter dan hun benchmark.

### Rendementen profielen en benchmark 2019

	Profiel	Benchmark
Zeer Defensief	5,0%	5,0%
Defensief	9,8%	8,5%
Neutraal	12,5%	10,7%
Offensief	15,2%	13,6%
Zeer Offensief	18,1%	15,8%

*Benchmarks:*

*Aandelen: MSCI ACWI Net Return*

*Obligaties: Barclays Euro Aggregate Index*

Zoals te verwachten is het positieve verschil tussen profiel en benchmark groter naarmate het profiel meer aandelen bevat omdat de outperformance van de aandelen daar zwaarder weegt dan de kleine underperformance van de obligatieportefeuille. In alle profielen helpt tenslotte ook nog mee dat het rendement van de benchmark gedrukt wordt door het negatieve rendement van 1-maands Euribor, de benchmark voor liquiditeiten. Over het eerste halfjaar bedroeg dat circa -/ 0,19%.

Bij de start van de portefeuilles op 1 januari 2018 hebben wij gekozen voor een lichte overweging van aandelen ten koste van obligaties in alle profielen behalve het zeer defensieve, dat nooit aandelen bevat. In het defensieve, het neutrale en het offensieve profiel bedroeg de overweging 5%-punt, 1/3 deel van de maximale overweging. In het zeer offensieve profiel vertaalde zich dat naar een overweging met 1,7%-punt.

Omdat de performance van de aandelen- en de obligatieportefeuille elkaar in 2018 niet heel erg veel ontliepen weken de gewichten van de verschillende vermogenscategorieën op 1 januari 2019 nog niet significant af van de startposities. Door de sterke prestatie van aandelen is dat beeld inmiddels flink veranderd. Vooral in het defensieve, het neutrale en het offensieve profiel is de aandelenweging fors opgelopen. Voor ons een reden om ons te beraden om wellicht "wat geld van tafel te halen".

### Neutrale en huidige gewichten binnen profielen

	Aandelen neutraal	Aandelen huidig	Obligaties neutraal	Obligaties huidig	Liquiditeiten neutraal	Liquiditeiten huidig
Zeer Defensief	0,0%	0,0%	95,0%	95,1%	5,0%	4,9%
Defensief	30,0%	38,8%	65,0%	56,6%	5,0%	4,6%
Neutraal	50,0%	59,1%	45,0%	36,5%	5,0%	4,4%
Offensief	70,0%	78,0%	25,0%	17,7%	5,0%	4,3%
Zeer Offensief	95,0%	97,3%	0,0%	0,0%	5,0%	2,7%