

- **Danone veel goedkoper dan sectorgenoten**
- **Incidentele tegenvallers drukken rendement**
- **Rentes in de eurozone konden toch nog lager**
- **Nek-aan-nek race in de VS**

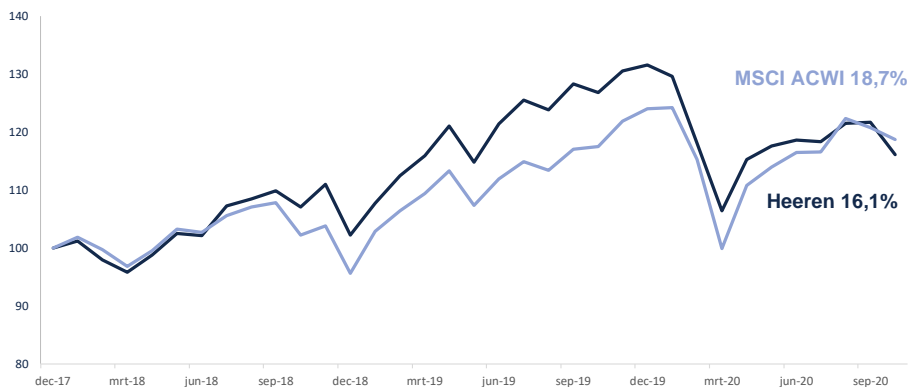
HeerenNieuws oktober 2020: Danone veel goedkoper dan sectorgenoten

In deze nieuwsbrief informeren wij, de dividendbeleggers van Nederland, u over onze beleggingen en onze visie op de markten. Wij beleggen voor onze cliënten wereldwijd in kwalitatief hoogwaardige ondernemingen met een aantrekkelijk dividendrendement. Het huidige dividendrendement op onze portefeuille is 3,5%, vergeleken met 2% voor de wereldindex. Door te kiezen voor kwaliteit hebben wij ook in dit lastige jaar het totale dividend van onze portefeuille met 7% zien groeien. Mocht u meer informatie willen, neem dan contact op met onze specialist Michel Schooneman.

Terugblik oktober

Aanvankelijk leken de aandelenmarkten de zorgen over het in veel landen weer sterk oplopende aantal Covid-19 besmettingen te negeren. Op 12 oktober bereikte de MSCI All Countries World Index het hoogste niveau sinds de koersdip in maart. Daarna kregen zorgen over het effect van nieuwe lockdowns en over een mogelijke onduidelijke uitslag van de Amerikaanse presidentsverkiezingen

Heeren Vermogensbeheer vs MSCI All Countries World Index sinds 1 januari 2018



weer de overhand. De koerswinsten verdampten al snel en uiteindelijk eindigde de MSCI ACWI met een verlies van 1,8%. Europese aandelen werden hard geraakt (-/-5,0%) terwijl de opkomende markten een winst van 2,8% wisten te boeken door de goede performance van Chinese aandelen.

In oktober wisten alleen communicatiediensten (+2,7%, vooral dankzij de interactieve media bedrijven) en nutsbedrijven (+2,4%) een positief rendement te boeken. De sector financiële diensten bleef onveranderd. Traditioneel defensieve sectoren zoals gezondheidszorg (-/-4,0%) en consumptiegoederen (-/-3,0%) waren geen veilige havens. Ook de sector technologie (-/-3,7%) moest een veer laten, en aan de malaise in de energiesector (-/-5,1%) kwam ook deze maand geen einde.

Incidentele tegenvallers drukken rendement

Onze aandelenportefeuille bewoog in de eerste drie weken van oktober in lijn met de MSCI ACWI. Maar in de periode daarna maakten Danone (waarover later in deze nieuwsbrief meer), Glaxo-SmithKline, Intel en IBM tegenvallende kwartaalcijfers bekend. Voor ons gaven de cijfers geen aanleiding om onze visie op deze bedrijven te herzien. Onze portefeuille eindigde per saldo 4,6% lager.

Oktober 2020		
Koplopers	Achterblijvers	
Caterpillar	6,4% Danone	-14,9%
Qualcomm	5,3% Intel	-14,1%
Texas Instruments	2,4% GlaxoSmithKline	-10,5%

Rentes in de eurozone konden toch nog lager

Mogelijke nieuwe steunpakketten van de ECB om de effecten van de tweede coronagolf te verzachten duwden de kapitaalmarktrentes in de eurozone verder omlaag. Rentes daalden zowel in het 10-jaars als in het 30-jaars segment. In Duitsland, Frankrijk en Spanje met circa 10bp, in Italië met 15bp. De Duitse 10-jaars rente ligt nu op $-0,63\%$, $0,45\%$ -punt onder het niveau van eind 2019. In oktober behaalde de benchmark voor Euro staatsobligaties een rendement van $1,5\%$. Onze selectie van ETF's boekte een wat grotere winst ($+1,3\%$) dankzij de wat langere duration. *Investment grade* bedrijfsobligaties ($+0,8\%$) en door activa gedekte obligaties ($+0,5\%$) behaalden positieve rendementen, onze selectie bleef daar iets bij achter. De verliezen op aandelenmarkten werkten

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark						
	2019 kw4	2020 kw1	2020 kw2	2020 kw3	okt	2020
Zeer Defensief	-0,81%	-5,33%	4,84%	1,51%	0,51%	1,28%
- benchmark	-2,14%	-1,07%	2,27%	1,42%	0,80%	3,42%
Defensief	0,28%	-9,61%	6,57%	1,80%	-1,06%	-2,98%
- benchmark	0,27%	-6,79%	6,45%	2,10%	0,02%	1,33%
Neutraal	0,97%	-12,30%	7,74%	1,99%	-2,09%	-5,66%
- benchmark	1,90%	-10,49%	9,28%	2,54%	-0,50%	-0,20%
Offensief	1,65%	-14,89%	8,93%	2,18%	-3,12%	-8,22%
- benchmark	3,96%	-15,01%	12,87%	3,08%	-1,15%	-2,25%
Zeer Offensief	2,42%	-18,25%	10,78%	2,50%	-4,36%	-11,23%
- benchmark	5,62%	-18,52%	15,78%	3,49%	-1,66%	-4,00%

bepert door op de koersen van hoogrenderende obligaties ($-0,2\%$) en obligaties uit opkomende landen ($-0,3\%$). Hierdoor bleef het rendement van onze obligatieportefeuille ($0,6\%$) licht achter bij dat van de benchmark ($0,8\%$).

Nek-aan-nek race in de VS

De Amerikaanse presidentsverkiezingen zijn toch uitgedraaid op een nek-aan-nek race. Op dit moment is nog niet duidelijk wie de meeste kiesmannen achter zich zal krijgen. Maar al wel duidelijk is dat de uitslag tot rechtszaken zal leiden. Tot dusverre hebben de aandelenmarkten in de VS per saldo positief gereageerd op de wisselende mogelijke uitslagen, maar de rechtszaken kunnen voor volatiliteit gaan zorgen. Wij wachten voorlopig rustig af, want de huidige onzekerheid heeft geen invloed op het beleid in de VS. Wanneer de winnaar definitief bekend is kunnen wij een inschatting gaan maken van de effecten van nieuw beleid (bij winst van Biden) of een voortzetting van het huidige beleid op de bedrijven in onze portefeuille. Want hoe belangrijk politiek ook is, uiteindelijk beleggen wij in bedrijven.

Voorlopig blijft de corona-pandemie van grotere invloed op de economische situatie in de wereld en daardoor op de winstvooruitzichten voor bedrijven. Hoe die vooruitzichten vervolgens worden vertaald naar koersbewegingen zal sterk afhangen van de verwachtingen van beleggers over de duur van de pandemie. Wanneer de huidige situatie van afwisselend *lockdowns* en versoepelingen nog lang aanhoudt zal dit meer effect hebben op werkgelegenheid, besteedbare inkomens en consumentenvertrouwen. Met dit vooruitzicht voelen wij ons nog altijd comfortabel met onze grote posities in de defensieve sectoren consumptiegoederen en gezondheidszorg. Ook deze bedrijven kampen met winstdalingen, maar die zijn inmiddels ruim verdisconteerd in de waarderingen. Dat biedt uitzicht op mooie rendementen wanneer de groei weer aantrekt. En in de tussentijd blijven wij de dividenden incasseren, daarover maken wij ons geen zorgen.

Danone veel goedkoper dan sectorgenoten

Danone werd in 1919 in Spanje opgericht als fabrikant van yoghurt. Tijdens de tweede wereldoorlog verhuisde het bedrijf tijdelijk naar New York, in 1958 keerde het terug naar Europa en vestigde het zich in Parijs waar momenteel nog steeds het hoofdkantoor is. Het huidige concern is ontstaan uit de samenvoeging met kaasmaker Gervais en drankenfabrikant BSN. Danone verkoopt zijn producten op dit moment in meer dan 120 landen. De bekendste merknamen zijn natuurlijk Danone zelf en daarnaast ook Actimel, Evian en Activa. Danone is wereldwijd de grootste aanbieder van plantaardige alternatieven voor zuivelproducten. In 2009 nam Danone Numico, de Nederlandse fabrikant van babyvoeding, over. Mede hierdoor is Danone wereldwijd de tweede speler op het gebied van babyvoeding na Nestle. Met onder andere het merk Evian is Danone ook de op een na grootste verkoper van verpakt water.

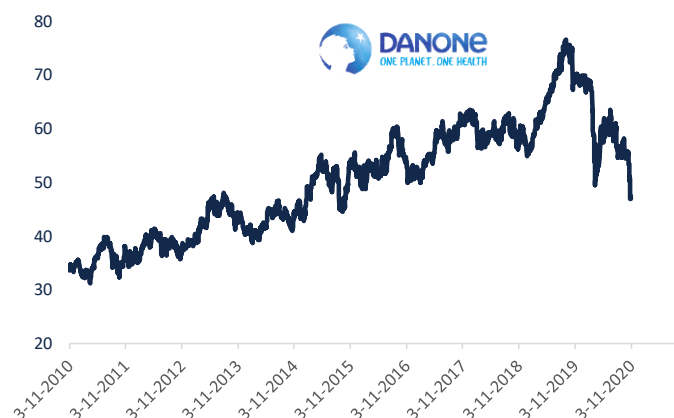
De grootste overname die Danone tot op heden heeft gedaan was in 2017 de overname van de in Noord Amerika gevestigde fabrikant van biologische voeding WhiteWave Foods voor USD 12,5 miljard. Hierdoor werd Danone de grootste producent van plantaardige zuivelproducten ter wereld en speelt het in op de groeiende vraag naar gezonde voeding. Door deze overname steeg de omzetbijdrage van de Verenigde Staten van 11% tot 19%. Daarna volgt China met een aandeel van 10%. Het vestigingsland Frankrijk is ook belangrijk met een bijdrage van 9%. De rest van de omzet is ruwweg gelijk verdeeld tussen Europa (28%) en de rest van de wereld (34%).

Omdat Danone veel omzet behaalt buiten het Euro gebied zijn de resultaten gevoelig voor valuta effecten. Omdat ook veel lokaal geproduceerd wordt is dit vooral een vertaaleffect en heeft het weinig effect op de concurrentiepositie. Maar het effect kan fors zijn. In het derde kwartaal van dit jaar daalde de omzet met 9,3% gedaald, waarvan 7,1% door valuta effecten.

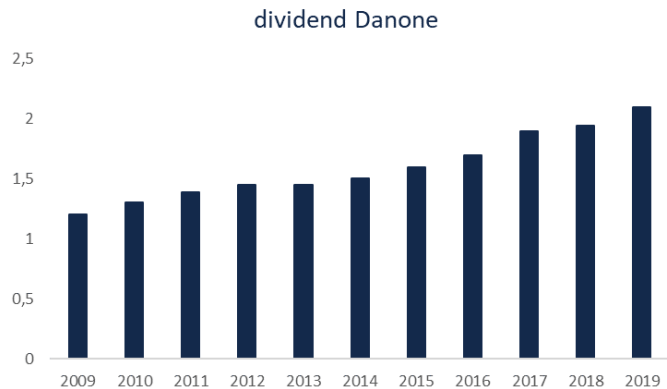
Over de eerste 9 maanden van 2020 zag Danone de omzet met 5,4% dalen. Ook hier was het negatieve valuta-effect met 3,8% groot. Vooral de gedaalde verkoop van water aan de horeca was voelbaar, totaal verkocht Danone dit jaar 20% minder water. De verkoop van babyvoeding in China daalde door corona restricties met maar liefst 60%. Omdat in andere regio's de verkoop hiervan fors groeide was de totale omzetzaling van de babyvoeding slechts 3%. Er waren ook positieve effecten van de corona pandemie. Zo stegen de totale verkopen via supermarkten met 8% en de verkoop van grote verpakkingen water voor particulier gebruik met 7%.

De omzetzaling heeft uiteraard ook impact op de winst. In het begin van dit jaar, voordat sprake was van *lockdowns* in de ontwikkelde markten, verwachtten analisten een winst van EUR 4,17 winst per aandeel voor 2020. In de loop van het jaar hebben zij hun verwachting stapsgewijs verlaagd naar EUR 2,96. Daarmee is de verwachte winst vrijwel gelijk aan die over 2019, maar wel 29% lager dan eerder verwacht. Ook voor 2021 is de verwachte winst naar beneden bijgesteld, van EUR 4,45 naar EUR 3,44 per aandeel.

De dalende omzetcijfers en verlaging van de winstverwachtingen heeft de koers van het aandeel dit jaar fors onder druk gezet. De koers is tot eind oktober met maar liefst 36% gedaald, terwijl de sector consumptiegoederen 6% verloor. Danone is in onze portefeuille de grootste daler van 2020.



Hoewel wij ook teleurgesteld zijn over de verlaagde winststramingen vinden wij dat het aandeel te hard afgestraft is. Zeker omdat wij de winstdaling als een tijdelijk gevolg van de corona perikelen zien. In onze ogen is het aandeel nu erg aantrekkelijk gewaardeerd. De koers-winstverhouding over 2021 komt uit op nog geen 14 terwijl deze voor Danone historisch gezien rond de 21 is. Voor concurrenten in de sector consumptiegoederen ligt deze waardering ook nu rond de 20. Ook het dividendrendement van 4,5% is aanzienlijk hoger dan het sectorgemiddelde van 2,7%. Een dividend van EUR 2,10 per aandeel (gelijk aan 2019) betekent een pay-out ratio van 62%, niet bijzonder hoog in onze ogen. Wij maken ons dan ook geen zorgen over het handhaven van het dividend en zien juist ruimte voor een verhoging wanneer de winst herstelt.



Naast de huidige lage waardering zijn wij ook positief over het besluit van Danone om alle activiteiten onder de loep nemen om zo snel mogelijk weer terug te komen op een structurele winstgroei van 3-5% per jaar. De eerste stappen daarvan zijn het afstoten van de belangen in Argentinië en het te koop zetten van het merk Vegan. Deze twee activiteiten maken maar 2% van de omzet uit. Wij verwachten dat de strategische heroriëntatie zal leiden tot meer nadruk op de EDP (Essential Dairy & Plant-bases) activiteiten, die ook in het huidige lastige jaar een bevredigende omzetgroei lieten zien.

Vanwege de lage waardering, het hoge dividendrendement en het vooruitzicht van winstherstel vinden wij het aandeel Danone koopwaardig.

Als u deze nieuwsbrief nog niet maandelijks ontvangt kunt u zich op onze website www.heerenvb.nl aanmelden. Voor meer informatie over onze beleggingsstijl of specifieke vragen over deze nieuwsbrief kunt u altijd contact opnemen met Hans of Michel.

Hans.van.der.heijden@heerenvb.nl of 06 - 1093 1617
Michel.schooneman@heerenvb.nl of 06 - 2225 6669

De informatie in deze nieuwsbrief is uitsluitend bedoeld voor algemene doeleinden en is uitdrukkelijk niet bedoeld als een advies of aanbeveling. Hoewel de informatie met de meeste zorg is samengesteld, kan Heeren Vermogensbeheer B.V. niet instaan voor de juistheid, volledigheid en actualiteit ervan. Heeren Vermogensbeheer B.V. heeft een vergunning als beleggingsonderneming van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en staat onder toezicht van de AFM en De Nederlandsche Bank.