



- Aandelenportefeuille vlak, draai naar waarde zet niet door
- Risicoprofiel obligatieportefeuille verlaagd
- Hoog dividend houdt AT&T aantrekkelijk
- De komende maanden worden spannend

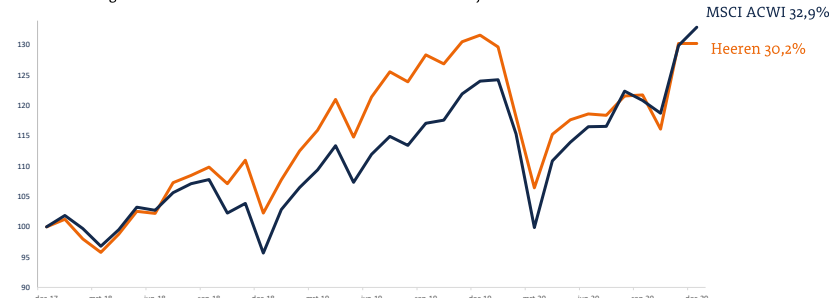
In deze nieuwsbrief informeren wij, de dividendbeleggers van Nederland, u over onze beleggingen en onze visie op de markten. Wij beleggen voor onze cliënten wereldwijd in kwalitatief hoogwaardige ondernemingen met een aantrekkelijk dividendrendement. Het huidige dividendrendement op onze portefeuille 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 december 2020

Na de sterke stijging van november deden de wereldwijde aandelenmarkten het in de afgelopen maand wat kalmer aan. Ondanks de inmiddels "vertrouwde" onzekerheden (Trump, Brexit, Covid-19) overheerste het positieve sentiment. Beleggers bleven gericht op een stevig economisch herstel in 2021. Ook het vooruitzicht van een voorlopig laag blijvende rente speelde daarbij een rol. De MSCI All Countries World Index behaalde een rendement van 2,3%. Noord-

Amerikaanse aandelen bleven daarbij wat achter met een winst van 1,8% terwijl de opkomende markten met +5,0% het beste presteerden.

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



Ook in december presteerden veel cyclische aandelen goed, maar de verschillen tussen sectoren waren minder groot dan in november. Basismaterialen waren met +4,6% de best presterende sector, technologie met 4,5% een goede tweede. Ook financiële dienstverleners (+2,9%) behoorden tot de winnaars, maar industrie (+0,5%) was een achterblijver. De defensieve sectoren consumptiegoederen (+0,9%) en gezondheidszorg (+1,2%) bleven wat achter.

December 2020

Koplopers

Richemont

Starbucks

BASF

Achterblijvers

6,7% Inditex

6,7% Pfizer

5,2% Corning

-6,5%

-6,1%

-6,0%

Het rendement van onze aandelenportefeuille kwam uit op 0,0%. Naast de hierboven genoemde aandelen hielden ook in de rest van de portefeuille de winnaars en verliezers elkaar in evenwicht. Ten opzichte van de benchmark kostten vooral onze grotere belangen in de sectoren consumptiegoederen en gezondheidszorg performance.



In december was er ook op de Europese kapitaalmarkten weinig vuurwerk te zien. De rente op 10- en 30-jarige Duitse staatsobligaties bleef per saldo gelijk. In Italië en Spanje daalde die nog licht. Per saldo won de benchmark voor Euro staatsobligaties 0,15%. Door activa gedekte obligaties bleven stabiel, terwijl *investment grade* bedrijfsobligaties (+0,2%) licht profiteerden van de positieve trend op de aandelenmarkten. Hoogrenderende obligaties (+0,5%) en obligaties uit opkomende landen (+0,8%) waren ook nu weer de best presterende segmenten.

Medio december hebben wij onze posities in deze twee segmenten verkocht. Wij hebben besloten het risicoprofiel van onze obligatieportefeuille te verlagen en na het koersherstel in de afgelopen maanden vonden wij het een goed moment om dit te doen. Met de opbrengst

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark

| | 2018 | 2019 | nov | dec | 2020 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Zeer Defensief | -1,79% | 4,71% | 1,45% | 0,23% | 2,97% |
| - benchmark | 0,37% | 5,66% | 0,25% | 0,13% | 3,82% |
| Defensief | -0,39% | 12,46% | 4,54% | 0,14% | 1,57% |
| - benchmark | -0,90% | 12,43% | 3,00% | 0,79% | 5,19% |
| Neutraal | 0,46% | 17,12% | 6,63% | 0,09% | 0,69% |
| - benchmark | -1,82% | 17,09% | 4,83% | 1,23% | 5,91% |
| Offensief | 1,31% | 21,84% | 8,75% | 0,04% | -0,16% |
| - benchmark | -3,05% | 23,08% | 7,12% | 1,78% | 6,57% |
| Zeer Offensief | 2,20% | 27,50% | 11,52% | -0,01% | -1,02% |
| - benchmark | -4,11% | 27,99% | 8,95% | 2,22% | 6,91% |

van de transactie hebben wij de posities in euro staatsobligaties en in euro gedenomineerde *investment grade* bedrijfsobligaties uitgebreid. Per saldo boekte onze obligatieportefeuille een iets hoger rendement (+0,3%) dan de benchmark (+0,1%).

Vooruitblik

Aan het begin van het nieuwe jaar staan wij aan het begin van het einde, maar in elk geval aan het einde van het begin, van de coronapandemie. Op basis van de vaccinatieschema's in de westerse landen zal het waarschijnlijk nog wel tot de zomer duren voor dat deze landen weer geheel "open" zijn. Het geduld van beleggers zal dan ook nog wel eens op de proef gesteld worden wanneer het gaat om betere economische- en winstcijfers.

Turbulentie op de markten is dan ook niet uitgesloten. Maar de centrale banken zullen de rente voorlopig nog zeer laag houden, en overheden zullen blijven stimuleren. Dus blijven aandelen een relatief aantrekkelijke beleggingscategorie. Wel is het de vraag of de inmiddels vaak hoog gewaardeerde winnaars van 2020 de hooggespannen verwachtingen zullen kunnen waarmaken. Over de minder hoog gewaardeerde dividendaandelen in onze portefeuille maken wij ons daar minder zorgen over.

AT&T

De geschiedenis van AT&T gaat terug tot de uitvinding van de telefoon. Het bedrijf werd in 1885 opgericht door Alexander Graham Bell en zijn schoonvader Hubbard. Bell had in 1877 het eerste Amerikaanse patent voor de telefoon verworven met de door hem gestarte Bell Telephone Company. Later nam AT&T de Bell Company over en werd hiermee het belangrijkste telefoonbedrijf in de VS. In de eeuw daarna verwierf AT & T een monopoliepositie in de VS totdat het zich in 1984 onder dwang van de overheid opsplijste in zeven onafhankelijke werkmaatschappijen. Eén daarvan, Southwestern Bell (later SBC) nam in 2005 het voormalige moederbedrijf AT&T Corporation over. Het fusiebedrijf ging verder onder de naam AT&T Inc en ontwikkelde zich tot de grootste telecoomaanbieder van de VS.



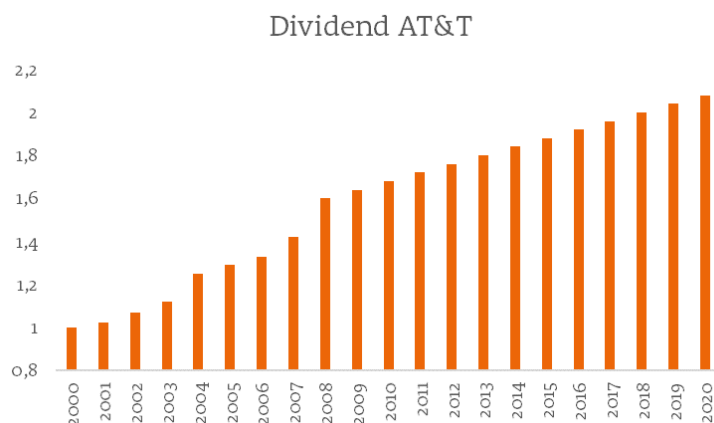
Om minder afhankelijk te zijn van telefonie nam AT&T in 2015 DirecTV over voor een bedrag van USD 49 miljard en werd daarmee de grootste aanbieder van betaal-tv in de VS. Een jaar later deed het een bod op Time Warner, een van de grootste aanbieders van tv en films. Na een lange strijd met de Amerikaanse mededingingsautoriteiten werd Time Warner in juni 2018 voor USD 85 mrd ingelijfd en omgedoopt in WarnerMedia.

Ondanks deze overnames was in het derde kwartaal van 2020 nog altijd 80% van de omzet van AT&T van totaal USD 128 mrd afkomstig uit telecommunicatie. WarnerMedia was goed voor USD 22 miljard (17%), de rest van de omzet werd behaald door AT&T Latijns Amerika. Binnen WarnerMedia is de in mei 2020 in de VS gelanceerde streamingdienst HBO Max een belangrijk onderdeel. HBO Max is vooral bekend van de succesvolle series Game of Thrones en The Wire. Met HBO Max gaat AT&T de concurrentie aan met Netflix, Amazon Prime video en Disney+. Amazon Prime heeft met 60.000 uur de meeste “content”, gevolgd door Netflix met 36.000 uur, HBO Max met 10.000 uur en Disney+ met 3.340 uur. Eind september 2020 had HBO Max 29 miljoen abonnees, vergeleken met 196 miljoen van Netflix en 150 miljoen van Amazon Prime.

Door de overnames van DirecTV en Time Warner was AT&T met een nettoschuld van USD 151 miljard per ultimo 2019 de beursgenoteerde onderneming met de grootste schuldenpositie in de VS. Relatief gezien is dit minder schrikbarend. De schuld ten opzichte van de EBITDA over 2019 bedroeg 2,6 en ligt daarmee tussen de ratio's van concurrenten Comcast (2,8) en Verizon (2,3). Absoluut gezien is pas een ratio boven de 4 reden tot zorg. Ook het tempo van schuldvermindering is indrukwekkend. In de afgelopen twee jaar werd USD 26 mrd afgelost, in de komende twee jaar naar verwachting nog eens 14 miljard.

In 2020 had ook AT&T het moeilijk als gevolg van de pandemie. Over de eerste 9 maanden daalde de omzet met 6,2% jaar-op-jaar, de winst met 21%. WarnerMedia werd harder geraakt, bij een 15% lagere omzet daalde de winst met 26%. Vooral de (tijdelijke) sluiting van veel bioscopen drukte de resultaten bij de productie en distributie van films.

Het dividend van AT&T is de afgelopen 36 jaar elk jaar gestegen. Op basis van het verwachte dividend over 2021 en de koers per ultimo 2020 is het dividendrendement 7,1%, het hoogste van alle aandelen in onze portefeuille. Het ligt ook fors boven het gemiddelde van 3,5% van onze portefeuille en de 1,8% van de MSCI ACWI. Wij maken ons geen zorgen over de houdbaarheid van het dividend. AT&T streeft er naar om ongeveer de helft van de vrije kasstroom als dividend





uit te keren. Door de lagere winst in 2020 lag het uitkeringspercentage over de eerste negen maanden op 57%, naar onze mening binnen de marge.

Het management verwacht dankzij de uitrol van het 5G netwerk en van HBO Max in de komende jaren een omzetgroei van 1 á 2% per jaar te realiseren en de marge tussen nu en 2022 met 2%-punt te verhogen. Ook verwacht men nog synergievoordelen te behalen uit het verder integreren van WarnerMedia. Dit alles moet leiden tot een vrije kasstroom van USD 30-32 miljard in 2022 (2019: USD 29 mrd). Deze kasstroom wil men naast schuldreductie en dividendbetalingen gebruiken om eigen aandelen in te kopen. Wij verwachten dat het dividend door de hogere vrije kasstroom met 1-2% per jaar kan stijgen naar USD 2,13 in 2022 (2019: USD 2,05).



De matige prestatie van AT&T heeft ook zijn weerslag gehad op de beurskoers. In 2020 is de koers met 27% gedaald. Dit is terug te zien in de koers-winstverhouding, deze is met 13 laag vergeleken met de gemiddelde K/W van 22 voor de sector communicatiediensten en 20 voor de MSCI ACWI.

Wij hebben vertrouwen dat AT&T de gestelde doelen zal halen, al lopen deze wel wat vertraging op door de pandemie. AT&T is weliswaar geen sterke groeier, maar door de lage waardering en het hoge dividendrendement voelen wij ons comfortabel met het aandeel in onze portefeuille.

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.