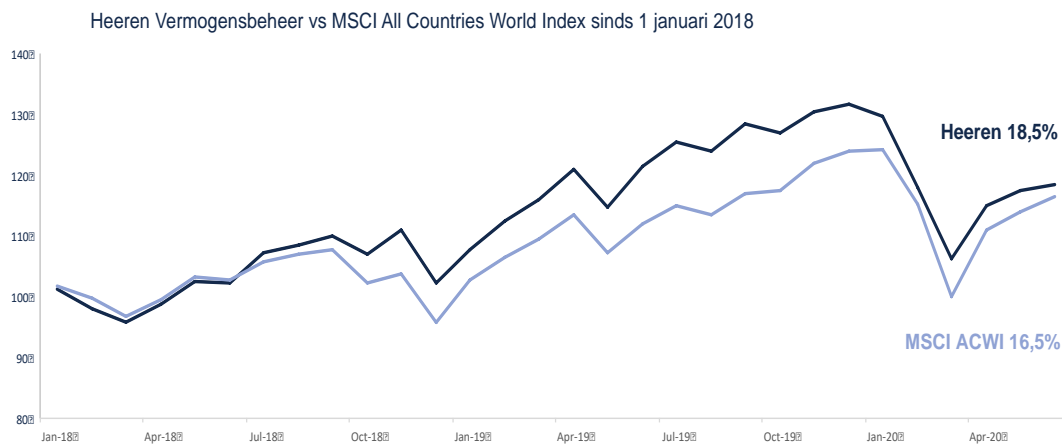


- **Aandelenmarkten herstellen verder, rendement portefeuille -/ 9,8% tot en met juni**
- **Goede maand voor obligatieportefeuille dankzij High Yield en EMD**
- **Siemens heeft veel potentie door transformatie**

HeerenNieuws nummer 19 – juni 2020

Terugblik juni

Aandelenbeleggers werden in juni heen en weer geslingerd tussen hoop en vrees. In de eerste week werd het positieve sentiment gevoed door de geleidelijke opheffing van Covid-19 restricties in veel landen. Kort daarna maakten de koersen echter een duikvlucht na een somber getoonzette speech van Fed-voorzitter Powell over de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie. Beleggers herpakten zich al snel en herstel volgde. In de tweede helft van juni wisselden optimisme over economisch herstel en vrees voor een oplaaien van het virus in de VS, Zuid-Amerika en Azië elkaar af. Uiteindelijk sloot de MSCI All Countries World de maand af met een winst van 2,3%.



Onderliggend waren de verschillen in de performance van sectoren groot. De IT-sector was ook in juni weer de grote winnaar met een rendement van 6,6%. De sector luxegoederen was met +4,3% een goede tweede dankzij de internet-retailers; de sector basismaterialen won 3,2%. De defensieve sectoren bleven in juni achter. Consumentengoederen eindigde vlak, gezondheidszorg verloor 1,7% en nutsbedrijven 2,0%. De uiteenlopende sectorperformance verklaart een groot deel van het achterblijven van onze aandelenportefeuille, die in juni een rendement van 0,8% behaalde. Onze grote posities in gezondheidszorg en consumentengoederen kostten rendement, wat deels werd goedgehaakt door het niet beleggen in nutsbedrijven.

| Juni 2020 | | | |
|-----------|-------|----------------|--------|
| Koplopers | | Achterblijvers | |
| Allianz | 12,7% | Pfizer | -15,3% |
| Corning | 12,5% | Enbridge | -7,2% |
| Qualcomm | 12,4% | Starbucks | -6,6% |

In de sector luxegoederen bleef Starbucks achter door vrees voor nieuwe lockdowns in de VS terwijl bijvoorbeeld het niet beleggen in Amazon rendement kostte. In de IT-sector bleef ons rendement achter ondanks de goede prestaties van Corning en Qualcomm; dit was deels het gevolg van koersdalingen van IBM en Cisco, maar ook van het niet beleggen in Microsoft en Apple. In de sector gezondheidszorg moest Pfizer een flinke veer later na het mislukken van een klinische studie voor een kankermedicijn. Hoewel dit zeker een tegenslag is, heeft Pfizer nog een goedgevulde pijplijn met andere potentiële blockbusters. Dit werd deels gecompenseerd door onze selectie in de financiële sector, waar Allianz een mooi herstel liet zien. In de sector industrie profiteerde UPS van de sterk toegenomen internetverkopen tijdens de lockdowns.

Vooral dankzij de voortdurende opkoopacties van de ECB bleef het rustig op de obligatiemarkten. De rente op staatsobligaties in de eurozone liep in de eerste week van juni wat op om daarna weer terug te zakken. In Duitsland bleef de 10-jaars rente per saldo vrijwel onveranderd op -/0,47%. In Italië en Spanje daalde de 10-jaars rente in juni met respectievelijk 20 en 10 basispunten. Daardoor lieten euro staatsobligaties een rendement van 1% zien. Gedekte obligaties bleven daarbij wat achter, terwijl investment grade bedrijfsobligaties 1,3% wonnen. Per saldo was het rendement van onze obligatiebenchmark 1%. Onze ETF's in deze drie segmenten behaalden rendementen dicht bij hun

| Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark | | | | | | |
|-----------------------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|-------|--------|
| | 2019 kw3 | 2019 kw4 | 2020 kw1 | 2020 kw2 | jun | 2020 |
| Zeer Defensief | 0,82% | -0,81% | -5,33% | 4,84% | 1,39% | -0,74% |
| - benchmark | 2,71% | -2,14% | -1,07% | 2,27% | 0,93% | 1,17% |
| Defensief | 2,14% | 0,28% | -9,61% | 6,57% | 1,17% | -3,67% |
| - benchmark | 3,24% | 0,27% | -6,79% | 6,45% | 1,31% | -0,78% |
| Neutraal | 3,10% | 0,97% | -12,30% | 7,74% | 1,02% | -5,52% |
| - benchmark | 3,59% | 1,90% | -10,49% | 9,28% | 1,57% | -2,19% |
| Offensief | 4,09% | 1,65% | -14,89% | 8,93% | 0,88% | -7,29% |
| - benchmark | 4,01% | 3,96% | -15,01% | 12,87% | 1,88% | -4,07% |
| Zeer Offensief | 5,42% | 2,42% | -18,25% | 10,78% | 0,78% | -9,44% |
| - benchmark | 4,33% | 5,62% | -18,52% | 15,78% | 2,14% | -5,67% |

respectievelijke benchmarks. High Yield obligaties (+2,2%) en Emerging Market Debt (+2,8%) profiteerden van het de toegenomen risicobereidheid van beleggers. Hierdoor boekte onze obligatieportefeuille in juni een rendement van 1,6%.

Vooruitblik

Kijkend naar de wereldindex lijkt de sterke koersval van februari en maart grotendeels goedge maakt. De MSCI ACWI staat nog op een verlies van 6,0% ten opzichte van eind 2019. Dit is voor een groot deel te danken aan de IT-sector, die inmiddels weer 12,4% hoger staat. Andere grote sectoren zoals gezondheidszorg (+2,5%) en luxegoederen (+1,3%) doen minder sterk mee. Of staan nog steeds fors lager, zoals financiële waarden (-/23,2%) en industriële bedrijven (-/13,3%).

Nu is het zeker waar dat de IT-sector veel bedrijven telt die veel minder last van de Covid-19 recessie hebben dan andere bedrijven of daar zelfs van profiteren. En banken en verzekeraars zullen ongetwijfeld af moeten boeken op leningen of moeten uitbetalen op kredietverzekeringen. Wij vinden de verschillen wel heel groot worden. Apple noteert inmiddels 25 keer de verwachte winst van 2021 en ook Facebook heeft een K/W van 25. Om deze waarderingen te rechtvaardigen moet de winstgroei, die voor 2021 op 20% respectievelijk 34% geraamd wordt, ook in de jaren daarna gehandhaafd blijven. Dat is zeker niet onmogelijk, maar de ruimte voor tegenvallers wordt wel kleiner.

Ondanks dat het niet beleggen in deze hoog gewaardeerde bedrijven performance kost zolang hun momentum aanhoudt, blijven wij bij onze eigen stijl. Ook wij willen groeiende bedrijven in de portefeuille. Maar niet tegen elke prijs. En wel met een aantrekkelijk dividend. Waar wij met een gerust hart voor de lange termijn in kunnen blijven beleggen zonder continu hoogtevrees te hebben.

Uitgelicht aandeel: Siemens

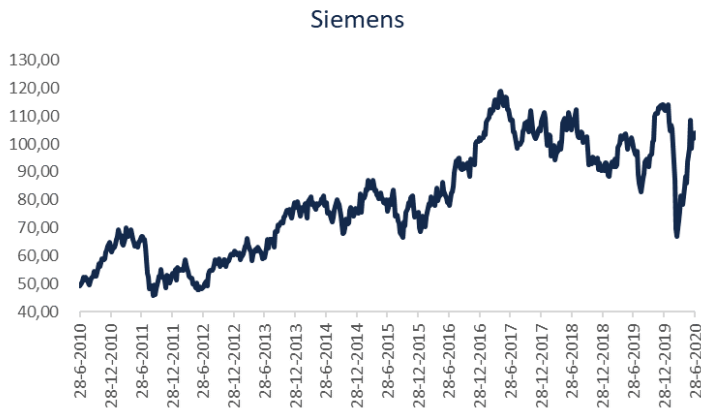
Siemens is in 1847 in Berlijn opgericht als fabrikant van telegrafie-apparatuur. Sindsdien is het uitgegroeid tot een industrieel conglomeraat met ruim 380.000 medewerkers en vestigingen in 190 landen. Siemens levert een veelheid van kapitaalgoederen en diensten aan verschillende sectoren, voornamelijk op het gebied van elektrotechniek. Belangrijke afzetmarkten zijn infrastructuur (met onder andere gebouwenbeheerssystemen), de industrie (procestechnologie en industriële automatisering), de vervoerssector (van verkeersbegeleidingssystemen tot spoortreinen) en de energiesector (elektriciteitscentrales, windturbines, apparatuur voor de olie- en gasindustrie). Daarnaast is Siemens actief op het gebied van medische apparatuur. Deze activiteit is ondergebracht in het in 2016 verzelfstandigde onderdeel Siemens Healthineers, dat sinds 2018 een aparte beursnotering heeft. Siemens houdt nog een belang van 85%. In 2018 zijn de activiteiten op het gebied van energie ook ondergebracht in een apart bedrijf, Siemens Energy, met de intentie dit naar de beurs te brengen

Siemens is al geruime tijd bezig het concern meer te stroomlijnen en minder cyclisch te maken, eerst onder de strategie "Vision 2020", inmiddels opgevolgd door "Vision 2020+". Als onderdeel hiervan zijn onder meer de activiteiten op het gebied van mobiele telefoons, telecomnetwerken,

kantoorautomatisering, de lichtdivisie Osram en de huishoudelijke apparaten verzelfstandigd of verkocht. De belangrijkste doelen van deze strategie zijn het toekomstbestendig maken van het concern en het omhoog brengen van de marge. Het management heeft recent aangegeven op schema te liggen met de uitvoering van Vision 2020+. Vooral de kosten zijn sneller gedaald dan gepland. Ook is het streven nog steeds om de afsplitsing van Siemens Energy voor het einde van het lopende boekjaar per eind september 2020 af te wikkelen.

De brede diversificatie van Siemens dempt de nadelige gevolgen van de covid-19 pandemie. Ongeveer de helft van de omzet is afkomstig uit langer lopende (infrastructuur)projecten of terugkerende inkomsten zoals de verkoop van spoorwegaanmaterialen of medische apparatuur. Daarnaast komt een gedeelte van de omzet uit software licenties waarvan de verkoop tot op heden nauwelijks

geraakt is door de pandemie. De andere helft van de omzet is onder andere afkomstig uit verkopen aan de auto- en machinebouw industrie. Hier is wel duidelijk een daling van de omzet zichtbaar.

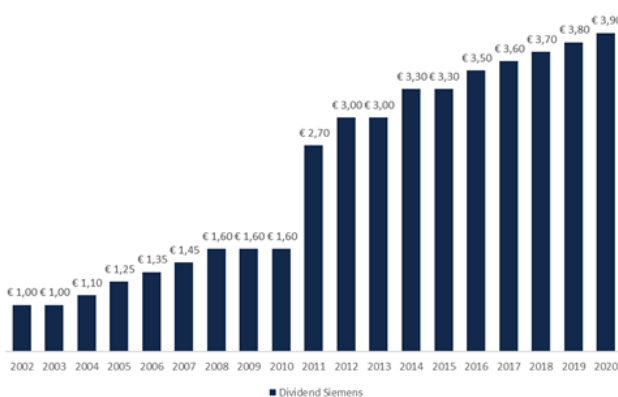


Het dempende effect was te zien in de cijfers over het eerste kwartaal van dit jaar (tot en met maart). De omzet daalde ondanks de uitbraak van de covid-19 pandemie met slechts 1%. Het orderboek daalde fors, met 9%. De winst liep met 64% terug. Voor het afgelopen kwartaal tot en met juni

verwacht Siemens een grotere impact van de pandemie, vooral omdat veel fabrieken en projecten (tijdelijk) stil lagen door de lockdowns. Over de vooruitzichten over 2020 is het management terughoudend, men verwacht een gematigde omzetzak voor het volledige boekjaar tot eind september loopt. Een winstverwachting is niet gegeven.

De consensus van analistenverwachtingen is dat de winst per aandeel over het lopende boekjaar 23% lager zal uitkomen dan die over 2019. Voor 2021 verwachten zij een herstel met 20% en voor 2022 een groei met 21%. Wanneer deze verwachtingen uitkomen zal de winst over 2022 EUR 7,11 bedragen terwijl deze in 2019 EUR 6,32 was.

Op basis van deze winstverwachtingen lijkt de huidige waardering van het aandeel Siemens aan de hoge kant. Maar dit zien wij momenteel overal. Dit jaar zullen de winsten van veel bedrijven onder druk staan waardoor de koers/winst verhoudingen voor zowel het lopende jaar als voor de komende twaalf maanden hoog zijn. De koers/winst verhouding voor de MSCI ACWI over 2020 en voor de komende 12 maanden is 18,5. Op basis van de genoemde verwachtingen is de koers/winst verhouding van Siemens 21,4 voor 2020, 17,7 voor 2021 en 14,6 voor 2022. Historisch gezien is dat een redelijke K/W voor een bedrijf als Siemens.



Siemens heeft een solide balans, wat bevestigd wordt door de hoge credit rating. S&P geeft Siemens een A+ en Moodys een A1. Per 31 maart had Siemens een netto liquiditeitspositie van EUR 11,4 miljard. Wij verwachten dat Siemens dankzij de sterke balans goed door de crisis zal komen en het dividend zal handhaven. Ook in de crisisjaren 2008 en 2009 heeft Siemens het dividend niet hoeven verlagen. Wij verwachten dat Siemens over 2020 minimaal EUR 3,90 per aandeel betaalt, hetzelfde bedrag als over 2019. Bij de huidige koers bedraagt het dividendrendement dan een fraaie 3,8%.

Wij zijn positief over de stappen die Siemens heeft gezet en verder zal zetten met de strategie Vision 2020+. Afscheid nemen van de energie-gerelateerde activiteiten zal het concern nog minder cyclisch maken. Door te investeren in oplossingen voor het efficiënter en duurzamer maken van gebouwen en in procestechologie en mobiliteitsoplossingen kan het groeitempo omhoog. Ook verwachten wij een verdere groei voor Siemens Healthineers. Wij verwachten dat de aandelenkoers van Siemens, die sinds de piek begin 2017 per saldo licht gedaald is, hierdoor een nieuwe impuls zal krijgen. Op basis van de historie verwachten wij ook verdere dividendverhogingen in de komende jaren, waardoor het dividendrendement aantrekkelijk zal blijven.

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.