

Rendement

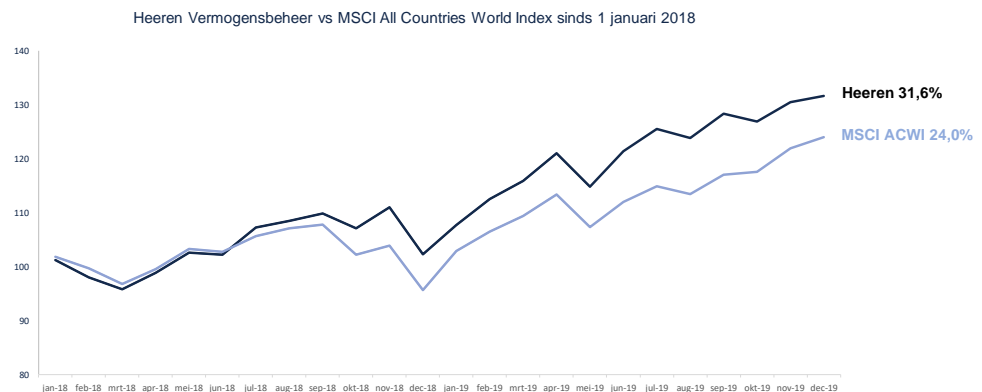
➤ 28,7% tot en met december 2019

HeerenNieuws nummer 13 – december 2019

Terugblik december 2019

De maand december van 2019 liet een compleet ander beeld zien dan de laatste maand van 2018. Doken de aandelenkoersen toen met gemiddeld 7,9% naar beneden, in 2019 was er een winst van 1,7% voor de MSCI All Countries World Index. Deze stijging konden wij niet volledig bijhouden, het rendement van onze portefeuille was 0,8% in december 2019.

Wel zijn wij zeer verheugd dat Inditex, onze meest recente aankoop, met een koerswinst van maar liefst 11,3%, overtuigend de grootste stijger in onze portefeuille was. Begin december rapporteerde Inditex cijfers die veel beter waren



dan verwacht, vooral door hogere marges omdat er minder kleding met korting verkocht hoefde te worden. De wat meer cyclische IT aandelen presteerden ook erg goed in december. Dit zagen wij in onze portefeuille terug bij Texas Instruments, dat 4,8% won en bij Qualcomm (+4,4%).

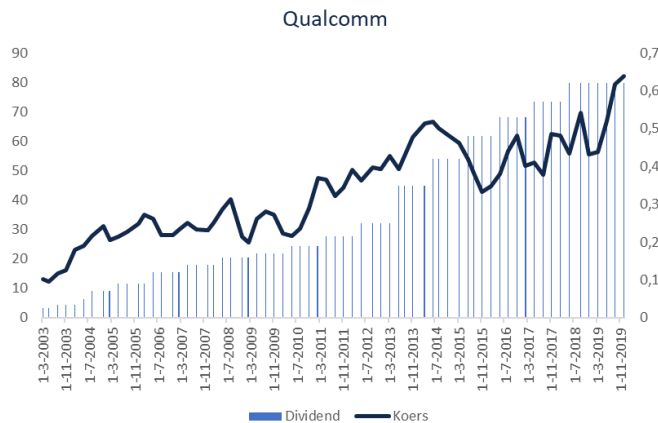
Onze meer defensieve aandelen in de sector consumptiegoederen deden het minder goed. Eerst kwam Henkel met een winstwaarschuwing en een paar dagen later volgde Unilever met een omzetwaarschuwing. Henkel is over de afgelopen maand met 4,0% gedaald en Unilever met 4,8%. Henkel heeft vooral last van een heftige concurrentiestrijd met Procter and Gamble bij de verkoop van wasmiddelen. Unilever heeft economische tegenvallers in belangrijke markten als India en Nigeria. De grootste tegenvaller in onze portefeuille was Royal Bank of Canada, dat 5,2% daalde op tegenvallende kwartaalcijfers. Omdat de onderliggende toon van de berichten van Royal Bank of Canada eerder in 2019 redelijk positief waren, kwamen de minder goede cijfers extra hard aan. Een van de genoemde redenen van de minder goede cijfers was de lage rente in de Verenigde Staten.

Onze obligatieportefeuille presteerde in december juist aanzienlijk beter dan de benchmark. De kapitaalmarktrente liep verder op, zo steeg de Duitse 10-jaars rente met ruim 15 basispunten naar -0,19%. Hierdoor zakten de koersen van Europese staatsobligaties, en in mindere mate die van gedekte obligaties, verder weg. Onze benchmark, de Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond index, verloor per saldo 0,7%. Onze portefeuille hield het lek net boven water met met een miniem winstje van 0,03%. Dit was geheel te danken aan onze onderweging van Europese staatsobligaties en onze posities in High Yield obligaties (die 1% wonnen) en obligaties uit de opkomende markten (die goed waren voor een maandrendement van 2,3%).

Best en minst presterend aandeel 2019

In de nieuwsbrief van mei 2019 schreven wij al over Qualcomm. Omdat dit aandeel in 2019 met een rendement van 65% het best presterende aandeel in onze portefeuille was geven wij graag een update over dit bedrijf.

Qualcomm is een Amerikaanse fabrikant van halfgeleiders, in 1985 opgericht in San Diego en inmiddels actief in 157 landen. Het bedrijf is de derde fabrikant van microprocessors ter wereld, na Intel en Samsung Electronics. Qualcomm ontwikkelt en licentieert technologie voor draadloze communicatie en ontwerpt chips voor smartphones. De belangrijkste octrooien van het bedrijf draaien om CDMA- en OFDMA-technologieën, normen voor draadloze communicatie die de ruggengraat vormen van alle 3G- en 4G-netwerken. Het bedrijf staat ook klaar om een leider te worden in de markt voor 5G-netwerken.



Het aandeel Qualcomm was in april vorig jaar met 50% gestegen door een schikking met Apple en het daarnaast sluiten van een zesjarige licentieovereenkomst met Apple. Helaas werd in mei 2019 een groot gedeelte van die winst weer ingeleverd. In een zaak die was aangespannen door de Federal Trade Commission (de Amerikaanse mededingingsautoriteit) bepaalde een rechter in Californië dat Qualcomm jarenlang de mededingingsregels heeft overtreden.

Na de negatieve koersreactie op dit nieuws stond Qualcomm eind mei nog altijd 22% in de plus ten opzichte van eind 2018. In de 7 maanden erna kwam daar nog eens 36% bij. In dezelfde periode steeg de MSCI All Countries World Index met 15%. De reden dat Qualcomm zoveel sterker steeg dan de wereldindex heeft vooral te maken met positieve analistenrapporten. Veel analisten verwachten dat Qualcomm wereldwijd een belangrijke rol gaat spelen in het uitrollen van 5G-netwerken. Een jaar geleden was de consensusverwachting van analisten dat Qualcomm over 2020 een winst per aandeel van USD 3,54 zou gaan behalen, deze verwachting staat nu op USD 4,19. Voor 2021 is het verschil nog extremer. De verwachting was een winst per aandeel van USD 4,19 dit is nu USD 6,11.

De huidige waardering van het aandeel is met een koers-winst verhouding van 21 relatief hoog, maar in onze ogen gerechtvaardigd door de verwachte winstgroei van gemiddeld 31% per jaar in de komende twee jaar. Het dividend van 2,8% ligt onder het gemiddelde van onze portefeuille maar boven het gemiddelde van de MSCI ACWI dat momenteel 2,4% bedraagt.

Vanwege de mooie groei vooruitzichten, het bovengemiddelde dividendrendement en onze verwachting dat in de komende jaren veel geïnvesteerd zal worden in 5G-netwerken blijven wij enthousiast over Qualcomm.

Naast het best presterende aandeel over 2019 willen wij ook het minst presterende aandeel toelichten. Dit is in onze portefeuille het aandeel Pfizer. Met een negatief resultaat van 4,7% heeft dit aandeel het beduidend slechter gedaan dan onze portefeuille en dan de MSCI ACWI.

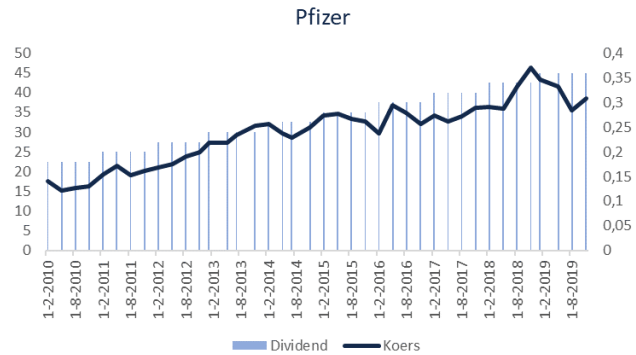
Pfizer is een van 's werelds grootste farmaceutische bedrijven, met een jaarlijkse omzet van meer dan USD 50 miljard. Pfizer verkoopt zijn producten wereldwijd, ongeveer 50% van de omzet wordt behaald in de Verenigde Staten, 20% wordt verkocht in de opkomende markten en het overige gedeelte in de rest van de wereld. Hoewel Pfizer van oudsher veel soorten gezondheidsproducten en chemicaliën verkocht, vertegenwoordigen medicijnen en vaccins nu het grootste deel van de omzet. Pfizer's bestverkochte medicijnen zijn pneumokokkenvaccin Prevnar 13, epilepsiemedicijn Lyrica en kankermedicijn Ibrance. Samen waren deze medicijnen in 2018 goed voor circa 28% van de omzet.

Pfizer heeft de afgelopen jaren geworsteld met het uitbrengen van succesvolle nieuwe medicijnen. Ook is in 2019 een patent op Lyrica in de VS verlopen. In de komende jaren zullen nog enkele patenten verlopen. Dit zien wij als de belangrijkste redenen voor het achterblijven van de koers.

Daartegenover heeft Pfizer enkele succesvolle vaccins zoals Prevnar 13.

Omdat vaccins vaak complexer zijn om te maken en de kosten relatief laag zijn is het voor concurrenten veel minder interessant om deze te produceren als een patent is afgelopen.

Ook zal Pfizer in de komende jaren een aantal nieuwe medicijnen uitbrengen, onder andere tegen kanker, hartaandoeningen en voor immunologie. Deze medicijnen hebben volgens analisten de potentie om erg succesvol te worden, zogeheten 'blockbusters'.



De verwachting van de analist van Morningstar is dat het belang van de nieuwe medicijnen zwaarder weegt dan het aflopen van enkele patenten. Hij verwacht voor de komende drie jaar een omzetstijging van ongeveer 3% op jaarbasis. Omdat er nog verdere winst te behalen is door het terugbrengen van de kosten en Pfizer voldoende overvloedige kasmiddelen heeft om eigen aandelen in te kopen is de verwachting dat de winst per aandeel de komende drie jaar met 8% op jaarbasis zal stijgen.

In het licht van deze groeiverwachting vinden wij de huidige koers-winst verhouding van 13,7 bescheiden, het dividendrendement van 3,9% zonder meer aantrekkelijk. Dit geeft ons het vertrouwen om Pfizer in portefeuille te houden.

Terugblik 2019

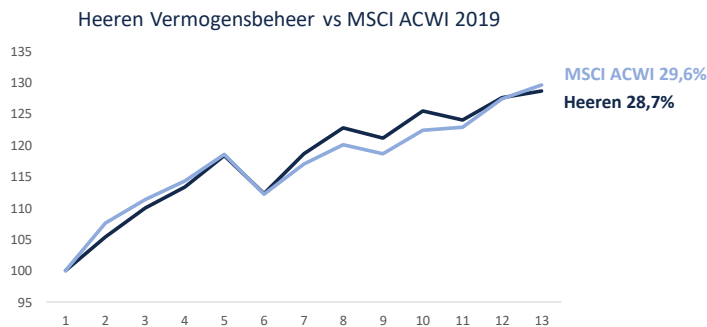
In 2019 werden de aandelenmarkten net als in het jaar ervoor vooral gedreven door de inmiddels (over)bekende geopolitieke invloeden. Met de - soms hete en soms koude - handelsoorlog tussen de VS en China met stip op één. Alleen de uitkomst was in het afgelopen jaar heel anders. In het eerste kwartaal kwamen de markten flitsend uit de startblokken met een winst van ruim 14% voor de MSCI All Countries World Index. Die natuurlijk niet los gezien kan worden van het verlies van ruim 11% in het vierde kwartaal van 2018.

In dat geweld bleef onze aandelenportefeuille, die in dat vierde kwartaal "maar" 7% verloor, goed bij met een winst van ruim 13%. Ondanks een flinke dip in mei en een kleinere in augustus brachten ook het tweede en derde kwartaal positieve rendementen voor zowel de portefeuille als de benchmark. In die periode wist onze portefeuille gestaag een voorsprong op de benchmark op te bouwen van uiteindelijk ruim 3%-punt eind september. Dit was vooral te danken aan de uitstekende performance van onze selectie in de sector consumentengoederen met winnaars als General Mills (+53%) en Danone (+35%).

In het vierde kwartaal kantelde dat beeld. De MSCI won bijna 6%, vooral dankzij dubbelcijferige rendementen van IT en gezondheidszorg. In de IT sector zorgde het "MANIA" deel van de FANGMANIA aandelen voor het overgrote deel van de koerswinst. Apple en Nvidia wonnen ruim 27% en Microsoft, Intel en Adobe boekten winsten van 10% tot 16%. Zoals in een eerdere nieuwsbrief toegelicht beleggen wij (nu) niet in deze bedrijven omdat zij geen tot zeer lage dividenden uitkeren. Iets vergelijkbaars speelde in de sector gezondheidszorg. Daar presteerde de subsector biotechnologie, die ook veel bedrijven bevat die snel groeien maar weinig dividend uitkeren, heel goed met een rendement van 17%. Daartegenover verloor de sector consumptiegoederen 0,2% en veranderde daarmee over geheel 2019 gezien van een koploper in een achterblijver. Onze forse overweging van deze sector kostte dan ook de nodige performance. Ook de selectie in deze sector en onze keuzes in de IT sector droegen negatief bij. Danone, Unilever en General Mills verloren 5%-8%. In IT vielen vooral IBM (-9%) en Cisco (-5%) in negatieve zin op. Door dit alles bleef het rendement van onze portefeuille in het vierde kwartaal steken op 2,5%.

Desondanks behaalde onze portefeuille over geheel 2019 een zeer fraai rendement van 28,7%. De benchmark deed het met een plus van 29,6% nog iets beter. Het verschil is in ongeveer even grote

mate het gevolg van onze sectorkeuzes als van onze aandelselectie. Dat kwam vooral doordat tegenover grote plussen in de aandelselectie ook flinke minnen stonden. Bij de sectorkeuzes kostten vooral de onderweging van de uiteindelijk achterblijvende sectoren consumptiegoederen en gezondheidszorg performance. Dit werd grotendeels goedge maakt door onze onderweging van de eveneens achterblijvende financiële waarden en nutsbedrijven. Bij de aandelselectie zat de pijn vooral bij onze keuzes in IT. Waar de sectorindex ruim 50% won, bleef onze selectie steken op "slechts" 34%. Daartegenover kwam onze selectie in consumptiegoederen ondanks het matige vierde kwartaal tot een winst van ruim 30%, 5%-punt beter dan de sectorbenchmark. Bij communicatiediensten hadden wij met AT&T een van de grotere winnaars (+48%) in een achterblijvende sector te pakken.



Al met al kijken wij met een goed gevoel terug op 2019. Met een geconcentreerde portefeuille en een uitgesproken stijl valt te verwachten dat het rendement afwijkt van een benchmark die ruim 3.000 bedrijven omvat. De ontwikkeling in het afgelopen jaar sterkt ons verder in onze overtuiging dat wij met deze stijl op de langere termijn een zeer bevredigend rendement kunnen behalen. Waarbij het

bovengemiddelde dividendrendement een buffer biedt in minder goede beursjaren.

Op de obligatiemarkten waren de bewegingen in absolute zin veel minder heftig, maar ook hier was 2019 een veelbewogen jaar. In de eerste maanden daalde de Duitse 10-jaars rente gestaag vanaf 0,15% om medio maart onder het nulpunt te zakken. Na een aantal weken in een smalle bandbreedte te hebben bewogen dook de 10-jaars in mei weer onder nul om vervolgens in een rap tempo verder te dalen. Toen in augustus de spanning tussen de VS en China fors opliep en de aandelenmarkten hard onderuit gingen tikte de Duitse 10-jaars het niveau van -0,71% aan. Dit was echter van korte duur. Dankzij de afnemende spanningen tussen de VS en China die ook voor herstel op de aandelenmarkten zorgden stegen de kapitaalmarktrentes weer. De Duitse 10-jaars rente eindigde op -0,19% terwijl de Nederlandse 10-jaars rente weer dicht bij nul kwam.

De relatieve performance van onze vastrentende portefeuille bewoog ongeveer tegengesteld aan die van de aandelenportefeuille. Na een goede start in januari verloor de portefeuille door de korte duration en de onderweging van staatsobligaties maand na maand terrein op de benchmark. Eind september was de achterstand opgelopen tot 2,2%-punt. Met de oplopende kapitaalmarktrente in het vierde kwartaal kwam de kentering. De onderweging van staatsobligaties en onze posities in High Yield en obligaties uit opkomende landen zorgden ervoor dat ruim de helft van de achterstand kon worden ingelopen. Uiteindelijk behaalde de portefeuille in 2019 een rendement van 5,2% tegen 6,0% voor de benchmark. Dit ondanks het achteraf gezien slecht gekozen moment (augustus) om de duration van de portefeuille in lijn met die van de benchmark te brengen. Ook over geheel 2019 leverden de posities in High Yield en EMD een flinke positieve bijdrage. De posities in bedrijfs- en gedekte obligaties presteerden in lijn met de benchmark.

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark						
	2019 kw1	2019 kw2	2019 kw3	2019 kw4	dec	2019
Zeer Defensief	2,83%	1,82%	0,82%	-0,81%	0,03%	4,71%
- benchmark	2,38%	2,68%	2,71%	-2,14%	-0,69%	5,66%
Defensief	6,65%	2,96%	2,14%	0,28%	0,29%	12,46%
- benchmark	5,85%	2,60%	3,24%	0,27%	0,04%	12,43%
Neutraal	8,70%	3,51%	3,10%	0,97%	0,45%	17,12%
- benchmark	8,21%	2,51%	3,59%	1,90%	0,53%	17,09%
Offensief	10,71%	4,02%	4,09%	1,65%	0,61%	21,84%
- benchmark	11,19%	2,38%	4,01%	3,96%	1,15%	23,08%
Zeer Offensief	12,91%	4,58%	5,42%	2,42%	0,80%	27,50%
- benchmark	13,61%	2,24%	4,33%	5,62%	1,64%	27,99%