

## Rendement

➤ 27,6% tot en met november 2019

## HeerenNieuws nummer 12 – november 2019

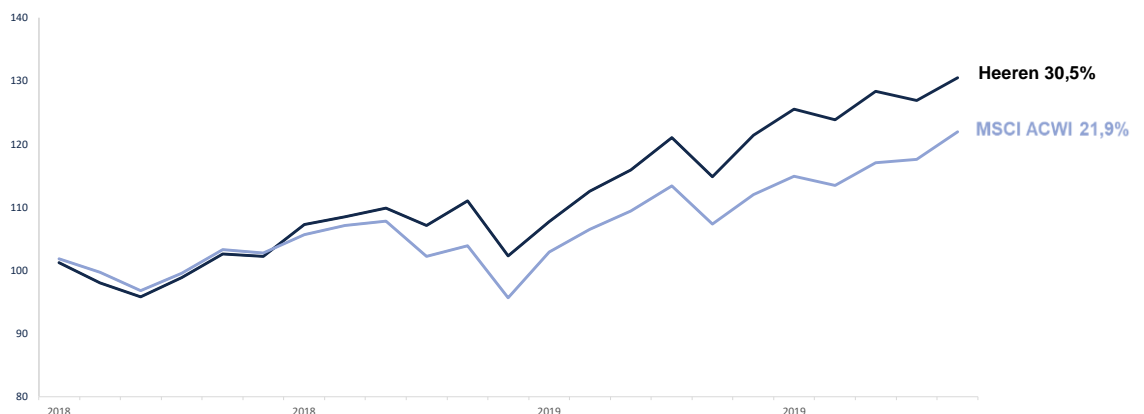
### Terugblik november

De in de tweede helft van oktober ingezette positieve beurstrend hield vrijwel de gehele maand november aan. Aan het “handelsfront” bleef het rustig, geopolitieke spanningen namen niet verder toe en economische cijfers wezen in meerderheid op een uitbodeming van de neerwaartse trend. De volatiliteit bleef vrijwel de gehele maand laag maar liep in de laatste dagen weer op nadat de VS hun steun hadden uitgesproken voor de demonstrerende studenten in Hong Kong. Dit tot groot ongenoegen van de Chinese regering. De MSCI ACWI sloot iets onder de hoogste stand maar boekte een alleszins fraaie winst van 3,7%.

(Noord-) Amerikaanse aandelen trokken de kar in november met een koerswinst van 4,9% gemeten in euro. Europa volgde op afstand met een plus van 2,7%. De overige regio's boekten winsten van 1,1% tot 1,8%. De goede performance van Amerikaanse aandelen wordt voor een deel verklaard door de uiteindelijk meevallende derde kwartaalcijfers. Maar ook verschillen in de samenstelling van beursindices tussen de regio's speelde een rol. De sectoren IT en gezondheidszorg, die sterk vertegenwoordigd zijn op de Amerikaanse beurs, waren met plussen van respectievelijk 6,1% en 5,7% de grote winnaars in november. Energie, in de VS minder sterk vertegenwoordigd, behoorde met een winst van 2% juist tot de achterblijvers.

Onze aandelenportefeuille dikte 2,9% aan. De aandelenselectie bleef in zowel Noord-Amerika als Europa achter bij de benchmark. In de sector communicatie-diensten bleven wij bijna 6%-punt achter omdat wij geen (interactieve) media en de entertainment bedrijven in de portefeuille hebben. Ook onze keuzes in IT en luxegoederen bleven achter. In deze twee sectoren vinden wij ook de drie slechtst presterende aandelen in onze portefeuille: Cisco (-3,4%) door zwakke vooruitzichten, Richemont (-2,0%) had goede omzetcijfers maar de nettowinst viel tegen en General Motors (-1,9%) die nog last had van de gevolgen van een grote staking. Bij de winnaars in onze portefeuille ging CVS aan kop met een winst van 14,8% na goede kwartaalcijfers en vooruitzichten. Siemens wist het in oktober ingezette herstel met nog eens 13,2% uit te bouwen op het nieuws dat het bedrijf afscheid wil nemen van de slecht presterende energiedivisie. Met een nog altijd fraaie +6.8% kwam Novartis op de derde plaats door het verhogen van de winstverwachtingen voor 2020. Sinds 1 januari staat onze portefeuille op een winst van 27,6% en ligt daarmee nog nipt vóór op de benchmark (+27,4%).

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



Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark					
	2019 kw1	2019 kw2	2019 kw3	nov	2019
Zeer Defensief	2.83%	1.82%	0.82%	-0.46%	4.74%
- benchmark	2.38%	2.68%	2.71%	-0.59%	6.40%
Defensief	6.65%	2.96%	2.14%	0.60%	12.18%
- benchmark	5.85%	2.60%	3.24%	0.71%	12.38%
Neutraal	8.70%	3.51%	3.10%	1.29%	16.62%
- benchmark	8.21%	2.51%	3.59%	1.57%	16.47%
Offensief	10.71%	4.02%	4.09%	1.96%	21.12%
- benchmark	11.19%	2.38%	4.01%	2.65%	21.69%
Zeer Offensief	12.91%	4.58%	5.42%	2.74%	26.49%
- benchmark	13.61%	2.24%	4.33%	3.51%	25.94%

Onder invloed van de licht positievere economische cijfers liepen de kapitaalmarktrentes in de eurozone licht verder op in november. De 10-jaars rente in Duitsland steeg met 12 basispunten naar -0,28%. Vooral hierdoor daalde de Barclays Bloomberg EUR Bond Aggregate index, onze benchmark, met 0,62%. Dankzij de forse onderweging van staatsobligaties presteerde onze obligatieportefeuille met een verlies van 0,57% licht beter dan de

benchmark. Ook onze positie in 'high yield' obligaties droeg positief bij, maar dit werd deels teniet gedaan door de negatieve performance van onze Emerging Market Debt positie.

## Inditex

Inditex (Spaans: Industria de Diseño Textil Sociedad Anónima) is een Spaanse beursgenoteerde modegigant. Het is het grootste modeconcern ter wereld in termen van omzet. Inditex had eind 2018 bijna 7500 winkels in 93 verschillende landen. Het heeft onder andere de ketens Zara, Zara Home, Zara Kids, Kiddy's Class, Bershka, Pull&Bear, Stradivarius, Massimo Dutti, Oysho en Uterqüe. Inditex werd in 1963 opgericht door Amancio Ortega en hield zich aanvankelijk alleen bezig met de productie van kleding voor vrouwen. Twaalf jaar later begon het bedrijf ook met de verkoop van kleding via eigen winkels. In 1988 volgde de eerste winkel buiten Spanje in buurland Portugal, gevolgd door een vestiging in New York een jaar later. Op 23 mei 2001 werden de aandelen van Inditex geïntroduceerd op de Spaanse effectenbeurs. In 2004 werd de 2.000e winkel geopend in Hong Kong en was de keten actief in 56 landen. Drie jaar later begon Inditex met de verkoop van artikelen via het internet.

Bij de beursintroductie in 2001 werd het bedrijf gewaardeerd op een waarde van iets meer dan EUR 9 miljard. Inmiddels is de waarde van de onderneming EUR 88 miljard, wat inhoudt dat de beurswaarde van Inditex in een periode van 18 jaar met gemiddeld 13,5% per jaar gegroeid is. Deze stijging houdt ongeveer gelijke tred met de groei van de netto winst die over dezelfde periode met 14,5% op jaarbasis is toegenomen.

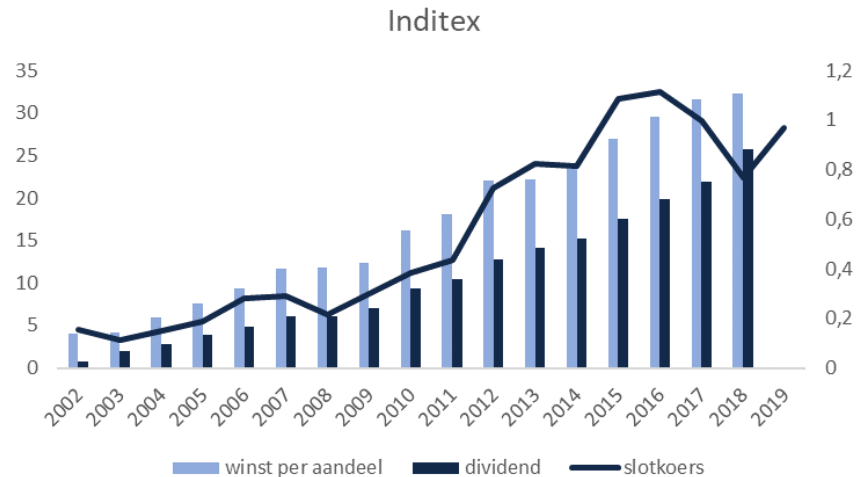
De kracht van Inditex zit onder andere in haar distributiemodel. Omdat Inditex lokaal produceert is het in staat om erg snel op de lokale vraag- en modetrends in te spelen. Hierdoor kan het bedrijf maar liefst 2 maal per week nieuwe kledingstukken aanleveren in de winkels, terwijl traditionele modeketens "slechts" 4 maal per jaar een nieuwe collectie uitbrengen. Hierdoor houdt Inditex de onverkochte voorraden beperkt en zijn kortingen minder vaak aan de orde. Als gevolg hiervan is de marge van Inditex ongeveer 17% terwijl een concurrent als Gap op 9% uitkomt. Momenteel komt het grootste deel van de omzet nog uit de verkoop in de winkels, de omzet via internet is 10% van de totale omzet. In 2020 wil Inditex zijn kleding overal ter wereld online ter beschikking stellen. Met een netto kaspositie van EUR 6,7 miljard heeft het ook een ijzersterke balans.

Onlangs heeft Inditex aangekondigd dat het 60% van de winst als dividend gaat uitbetalen, dit was 50%. Ook heeft het een bonusdividend aangekondigd van EUR 1,- te betalen over een periode van 3 jaar. Hiervan is 22 cent reeds uitbetaald. Met een verwachte winst van EUR 1,20 over 2019 komt het dividend op 72 cent uit. Dit is ongeveer 2,6% dividendrendement op basis van de huidige koers van rond de EUR 28. Omdat er ook nog een bonusdividend aankomt van naar schatting 30 cent is het dividendrendement over 2020 3,6% bij de huidige koers.

De huidige waardering van Inditex is met een koers winstverhouding over de de verwachte winst over 2020 ongeveer 22.

Vergeleken met de overige aandelen in onze portefeuille is dit aan de hoge kant. Door de toegenomen omvang van het bedrijf zal de omzetgroei van 9,7% van de afgelopen 10 jaar misschien niet meer gehaald worden maar de analist van Morningstar verwacht

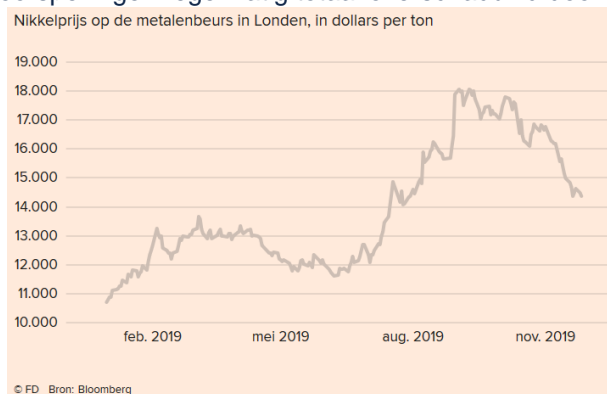
nog steeds een omzetgroei van 7,7% per jaar voor het aankomende decennium. Door dit mooie groeicijfer is de hogere waardering ons inziens gerechtvaardigd.

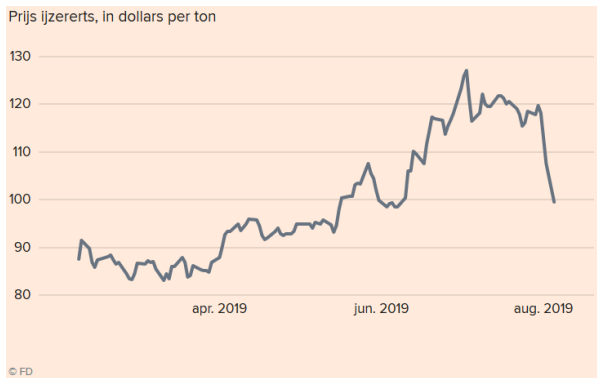


## Zonder glazen bol beleggen wij niet in grondstoffen

Nu vele aandelenmarkten records noteren en vastrentende beleggingen steeds minder opleveren krijgen wij vaker de vraag of beleggen in grondstoffen zoals olie & gas, metalen en landbouwproducten misschien een alternatief is. Wat ons betreft niet. Simpelweg omdat naar onze mening de prijsontwikkeling van veel grondstoffen vrijwel niet te voorspellen is.

Uiteraard zijn voor de meeste grondstoffen wel macro-economische trends te vinden die een indicatie geven voor de vraagontwikkeling. En er zijn ook legio commerciële onderzoeksbureaus en producentenorganisaties die schattingen maken van de huidige voorraden en van het toekomstig aanbod. Daarmee kunnen vervolgens verwachtingen voor de toekomstige prijsontwikkeling gemaakt worden. Maar helaas worden deze rationele voorspellingen regelmatig totaal overschaduwed door onvoorspelbare (geo)politieke ontwikkelingen en (natuur)rampen. Zo schoot de nikkelprijs tussen begin juni en begin september van dit jaar met 55% omhoog. De reden: geruchten, later bevestigd, dat de regering van Indonesië, een van de grootste nikkelproducenten, vanaf volgend jaar een exportverbod in zou gaan stellen. Toen later bleek dat dit niet voor de gehele export zou gelden en ook de vraag naar staal verder inzakte door de handelsoorlog tussen de VS en China daalde de prijs in korte tijd weer met 20%.





Bij ijzererts was een bedrijf de aanjager van volatiliteit. In januari 2019 brak een dam bij een Braziliaanse ijzererts mijn door en veroorzaakte een gigantische modderstroom. Bijna 300 mensen kwamen om. Omdat de autoriteiten twijfelden aan de veiligheidsprocedures van de eigenaar van de mijn moest dit bedrijf een aantal mijnen sluiten. Angst voor tekorten zorgde vervolgens voor een forse prijsstijging, ondanks dat de staalindustrie kampte met tegenvallende vraag naar het eindproduct. Toen de mijnen in augustus weer open gingen en de vooruitzichten voor de staalindustrie nog verder verslechterd waren kelderde de prijs van ijzererts weer snel.

Dit zijn slechts twee voorbeelden van onvoorspelbare gebeurtenissen die ervaren analisten op het verkeerde been kunnen zetten. En dan hebben wij het nog niet gehad over de drone-aanslagen op Saoedische olievelden, exploderende olieplatforms, oorlog in de Congo en de varkenspest in China. Aangezien wij niet pretenderen om expertise op dit terrein te hebben wagen wij ons dus niet aan dit soort avonturen.

Maar wellicht is een belegging in een goed gespreid mandje grondstoffen dan een mooie diversificatie in de portefeuille? Om dit te toetsen hebben wij gekeken naar de Bloomberg Commodity Index die de prijsontwikkeling van futures op 23 verschillende grondstoffen volgt. Alle belangrijke categorieën zijn vertegenwoordigd: energie, industriële metalen, edele metalen, landbouwproducten en vee.

Zoals in de grafiek te zien heeft een belegging in deze index in de afgelopen 5 jaar weinig plezier opgeleverd. In euro gemeten daalde de index met gemiddeld 4,3% per jaar. Voor de belegger in een ETF op deze index was het beeld nog minder florissant. Deze kijkt over de periode eind november 2014 t/m eind november 2019 tegen een gemiddeld negatief jaarrendement van 5,0% aan. Nu zijn resultaten uit het verleden geen garantie voor de toekomst, maar wij houden het toch liever bij aandelen en obligaties. De MSCI ACWI bijvoorbeeld leverde in dezelfde periode een gemiddeld jaarrendement van +10,2% op. Een bijkomend voordeel van deze belegging is dat een aandelenbelegger elk jaar ook nog dividend uitgekeerd krijgt.

