

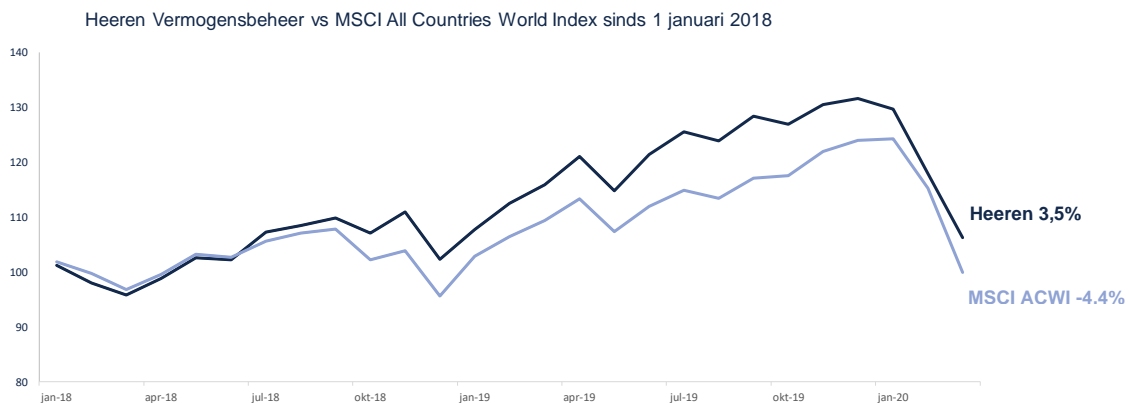
## Rendement

➤ -/19,3% tot en met maart 2020

## HeerenNieuws nummer 16 – maart 2020

### Terugblik maart en eerste kwartaal 2020

Onze aandelenportefeuille heeft de achtbaanrit in maart relatief goed doorstaan. Weliswaar bedroeg het negatief rendement ondanks het herstel in de laatste week 9,9%, maar dit was aanzienlijk beter dan de min van 13,4% van de MSCI All Countries World Index. Dankzij de outperformance in maart bleef de portefeuille de benchmark in het eerste kwartaal nipt vóór (-/19,3% tegenover -/19,5%).



De relatief goede performance van de portefeuille in maart was vooral te danken aan onze sterk overwogen posities in de sectoren consumptiegoederen en gezondheidszorg en de forse onderweging van de financiële waarden. Met dalingen van respectievelijk 5,3% en 3,5% presteerden eerstgenoemde sectoren aanzienlijk beter dan de benchmark. Financiële waarden waren met een verlies van 22% na energie de slechtst presterende sector. Ook de aandelenkeuzes droegen positief bij, vooral bij gezondheidszorg en industrie.

Zoals te verwachten waren de koplopers in maart in de defensieve sectoren te vinden en de achterblijvers in de cyclische. De opvallend goede prestatie van UPS was vooral een herstel na de slechte performance in februari. Weliswaar wordt in veel landen meer online gekocht, maar door het stilliggen van veel bedrijven dalen de volumes bij de zakelijke pakketdiensten.

Maart 2020			
Koplopers		Achterblijvers	
General Mills	7.7%	General Motors	-30.7%
Roche Holding	4.6%	LafargeHolcim	-22.4%
United Parcel Service	3.2%	Enbridge	-22.3%

Over het eerste kwartaal was de outperformance geheel te danken aan de eerder benoemde over- en onderwegingen. De aandelenkeuzes pakten in het eerste kwartaal negatief uit. Plussen in de sectoren energie, industrie en financiële werden meer dan tenietgedaan door minnen bij luxegoederen, IT en consumptiegoederen.

De koplopers in de portefeuille waren in het eerste kwartaal alle afkomstig uit de defensieve sectoren, de achterblijvers uit de cyclische. Algemene economische ontwikkelingen en verwachtingen speelden een bepalende rol, bedrijfsspecifieke factoren hadden minder invloed.

## Eerste kwartaal 2020

Koplopers	Achterblijvers	
Roche Holding	5.3% General Motors	-41.2%
General Mills	1.2% BASF	-36.4%
Novartis	-7.8% Royal Dutch/Shell	-36.1%

Ook op de obligatiemarkten was maart een hectische maand. In de eerste week daalde de Duitse 10-jaars rente nog naar een nieuw historisch dieptepunt van  $-0,87\%$  omdat beleggers massaal deze veilige haven opzochten. Maar toen daarna de paniek op de aandelenmarkten toesloeg besmette dit niet alleen het minder veilig geachte Italiaanse en Spaanse staatspapier, maar zelfs dat van Duitsland en Nederland. Op 19 maart was de Duitse 10-jaars rente opgelopen naar  $-0,20\%$ . Een extra noodpakket van de ECB van € 750 miljard was nodig om de markten weer te kalmeren. Uiteindelijk zakte de Duitse 10-jaars weer naar  $-0,50\%$ , 11 basispunten lager dan eind februari. Voor andere segmenten van de obligatiemarkt gold: hoe hoger het risico, hoe groter de koersdalingen. Vooral bij High Yield en Emerging Market Debt stond tegenover massaal aanbod vrijwel geen vraag. Door onze posities in deze twee segmenten boekte de obligatieportefeuille in maart een negatief rendement van  $6,8\%$ . De benchmark verloor  $3,4\%$ .

In het eerste kwartaal presteerden onze beleggingen in euro staats- en investment grade bedrijfsobligaties beter dan hun benchmark. Door de posities in High Yield en EMD, die ook in januari en februari achterbleven, bleef het rendement van de obligatieportefeuille in het eerste kwartaal met een verlies van  $5,9\%$  fors achter bij de benchmark, die  $1,1\%$  verloor.

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark					
	2018	2019	feb	mrt	2020
Zeer Defensief	-1.79%	4.71%	-0.71%	-6.11%	-5.33%
- benchmark	0.37%	5.66%	0.33%	-3.23%	-1.07%
Defensief	-0.39%	12.46%	-3.32%	-7.02%	-9.65%
- benchmark	-0.90%	12.43%	-1.94%	-6.21%	-6.79%
Neutraal	0.46%	17.12%	-5.00%	-7.64%	-12.37%
- benchmark	-1.82%	17.09%	-3.46%	-8.20%	-10.49%
Offensief	1.31%	21.84%	-6.62%	-8.25%	-14.98%
- benchmark	-3.05%	23.08%	-5.35%	-10.69%	-15.01%
Zeer Offensief	2.20%	27.50%	-8.62%	-9.37%	-18.37%
- benchmark	-4.11%	27.99%	-6.86%	-12.68%	-18.52%

## Vooruitblik

Inmiddels brengen de grote effectenbanken hun verwachtingen over de economische gevolgen van de corona pandemie en de effecten daarvan op de financiële markten naar buiten. Vanwege de grote onzekerheden over het verdere verloop van de pandemie variëren de verwachtingen voor de economie van een hevige maar korte recessie tot een langdurige economische neergang. Voor de aandelenmarkten zou in het eerste geval tot een vrij snel herstel zoals na de crash van 1987 mogelijk zijn. Bij het tweede scenario is een beweging zoals in 2002-03 en 2008-09 niet ondenkbaar. In dat geval zouden markten verder kunnen dalen en het herstel aanzienlijk langer duren.

Gegeven deze uiteenlopende verwachtingen richten wij ons vooral op de vooruitzichten voor onze portefeuille in de komende 2-3 jaar: op het beoordelen of de bedrijven solide genoeg zijn om de crisis door te komen, in die tijd hun dividend te kunnen blijven betalen en om in het herstel dat uiteindelijk zal komen weer verder door te groeien. Kortom, of het bedrijven zijn die wij ook in portefeuille willen hebben wanneer de beurs de komende 2 jaar "op slot" zou gaan.

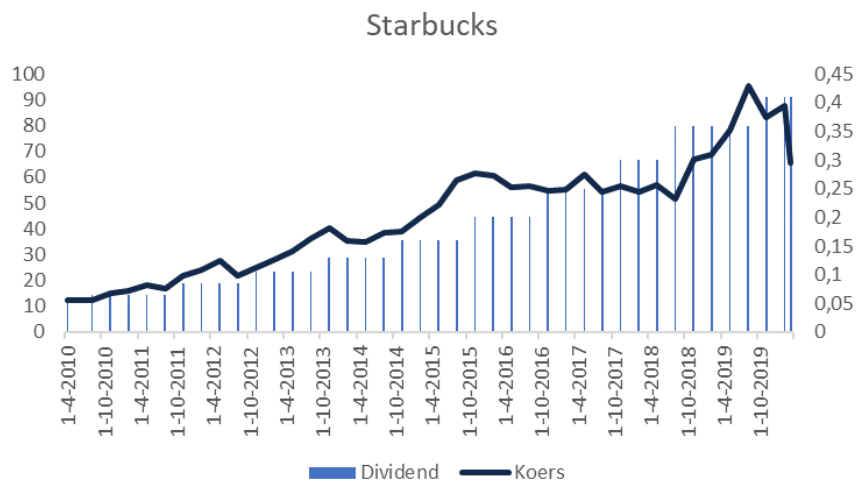
## Starbucks

Het in 1971 in Seattle gestarte Starbucks is 's werelds grootste keten van koffiehuisen. In 1987 werden in Chicago en Vancouver de eerste vestigingen buiten Seattle geopend. In 1996 volgde in Tokio de eerste vestiging buiten Noord-Amerika. Inmiddels heeft Starbucks bijna 32.000 verkooppunten in meer dan 75 landen. Ongeveer de helft van de verkooppunten is in bezit van Starbucks zelf. De andere helft zijn franchise zaken en "in store" kiosken waarbij de franchise-ondernemers Starbucks een vergoeding betalen voor het gebruik van de naam en de formule. Ruim 80% van de omzet komt uit de eigen zaken. Noord-Amerika blijft de belangrijkste regio voor Starbucks, met ongeveer 60% van de vestigingen wordt hier maar liefst 80% van de concernwinst

behaald. In China groeit Starbucks ook snel, dit land telt inmiddels ongeveer 13% van het aantal vestigingen die alle eigendom zijn van Starbucks zelf. In Europa zijn nog relatief weinig vestigingen, vooral omdat in Europa de markt al redelijk verzadigd is met andere koffieketens. In 2018 werd met de opening van een vestiging in Italië een wens van de oprichter Howard Schultz vervuld. Hij heeft altijd verkondigd dat zijn bezoek aan Italië in de jaren tachtig cruciaal is geweest voor de uitbouw van zijn bedrijf.

Momenteel heeft Starbucks het zoals veel bedrijven lastig als gevolg van het corona virus. Veel vestigingen zijn gesloten of maar beperkt open. Zelf blijft Starbucks positief over de huidige ontwikkelingen en de toekomst. In landen waar geen sprake is van gedwongen sluitingen maar wel van social distancing (zoals in de VS en Canada) heeft Starbucks een 'to go' model opgezet. En in China zijn 90% van de vestigingen al weer open. In maart kondigde het management als teken van vertrouwen in de toekomst aan dat Starbucks in 2020 40 miljoen eigen aandelen gaat inkopen. Wij vinden dit een zeer positief signaal.

Starbucks is in 2010 begonnen met het betalen van dividend. De eerste dividendbetaling van USD 0,18 betekende een pay-out van 29%. Over 2019 is USD 1,49 betaald, een pay-out van 51%. De afgelopen 5 jaar is het dividend met gemiddeld 17% op jaarbasis gestegen. De omzet is over diezelfde periode met 7% per jaar gestegen, de winst per aandeel met 10%.



Het boekjaar van Starbucks loopt van september tot september. In 2019 was de gerapporteerde winst per aandeel USD 2,92. Voor het lopende boekjaar verwachten analisten een daling van de winst tot USD 2,47, vooral door een daling in het tweede kwartaal van 2020 met 40% ten opzichte van hetzelfde kwartaal vorig jaar. Voor het boekjaar 2021 verwachten analisten weer een snel herstel tot USD 3,38.

Vanwege de grote onzekerheden over het verdere verloop en de effecten van de coronavirus pandemie is de winstverwachting dermate onzeker dat het niet zinvol is om het aandeel te waarderen op basis van de cijfers voor 2020. Ervan uitgaande dat de situatie in oktober van dit jaar weer redelijk normaal is zou de verwachte winst van USD 3,38 in het boekjaar 2020/21 haalbaar kunnen zijn. Bij de huidige koers, die 28% gedaald is vanaf de top in februari, bedraagt de koers/winst verhouding 19,4. Dit betekent een premie van 23% ten opzichte van de subsector consumenten diensten. Het dividendrendement is 2,6%, dat van de subsector 3,3%.

Wij vinden deze stevige waardering gerechtvaardigd. Door de lage prijselasticiteit van de producten is de omzetontwikkeling minder gevoelig voor economische ontwikkelingen dan die van de subsector en kan Starbucks stijgende inkooprijzen relatief gemakkelijk doorberekenen. Daarnaast heeft Starbucks bewezen het concept wereldwijd uit te kunnen rollen en is in veel regio's nog voldoende ruimte voor groei. Tenslotte is Starbucks succesvol met innovatie. Zowel op het gebied van productontwikkeling, met nieuwe vestigingsconcepten en met het loyaliteitsprogramma.

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.