

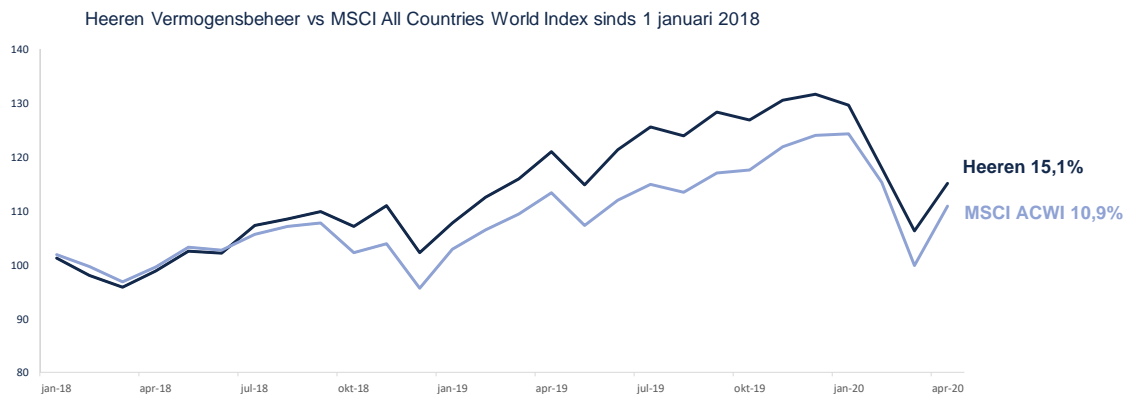
Rendement

➤ -/-12,6% tot en met april 2020

HeerenNieuws nummer 17 – april 2020

Terugblik april

Het in de laatste week van maart ingezette herstel op de aandelenmarkten heeft zich in april voortgezet. De MSCI All Countries World Index behaalde een rendement van 11,0%. Onze aandelenportefeuille, die in de neergaande markt in maart zo goed presteerde, kon dit tempo niet bijbenen en bleef steken op een winst van 8,3%.



Het verschil is grotendeels terug te voeren op de aandelenselectie in drie sectoren. In de energiesector (+16,0% in april) bleef Koninklijke Olie ver achter met een verlies van 5,0% door de toch nog onverwachte dividendverlaging. In luxegoederen (+15,7%) waren Inditex (-/-1,7%) en Richemont (+3,6%) "coronaslachtoffer" terwijl wij niet beleggen in grote winnaar Amazon (+27,8%). En in de sector gezondheidszorg (+11,9%) bleven Roche (+7,1%) en Novartis (+3,3%) wat achter na hun zeer sterke performance in maart. De sterke performance van Pfizer en het begin april aangekochte Starbucks konden dit niet goedmaken.

Koplopers		Achterblijvers	
Starbucks	19,8%	Royal Dutch/Shell	-5,0%
Pfizer	18,4%	Inditex	-1,7%
Qualcomm	17,2%	Royal Bank of Canada	1,0%

Begin april hebben wij de positie in General Motors verkocht. GM wordt zeer hard geraakt door de crisis. De fabrieken liggen voorlopig grotendeels stil. Door de sterk oplopende werkloosheid is het zeer de vraag of na het einde van de gezondheids crisis de vraag naar auto's snel zal terugkeren naar oude niveaus. Wij achtten de kans groot dat dit gevolgen zou hebben voor het dividend, dat inmiddels ook geschrapt is.

Als vervanger in de sector luxegoederen hebben wij het aandeel Starbucks aangekocht. Ook Starbucks heeft nu veel last van de maatregelen die getroffen zijn tegen het coronavirus. Maar anders dan bij GM verwachten wij dat omzet en winst weer zeer snel zullen herstellen zodra de beperkende maatregelen in de verschillende landen worden opgeheven. Daarnaast zal deze crisis naar onze mening geen invloed hebben op de uitstekende groeivoorzichten.

In april kwamen ook de obligatiemarkten weer in rustiger vaarwater. In de eerste week steeg de Duitse 10-jaars rente naar -/-0,32% wat kan duiden op rebalancing uit obligaties naar aandelen door beleggers. Maar daarna daalde de rente weer om de maand te eindigen op -/-0,50%, 9 basispunten lager dan eind maart. In Italië en Spanje liep de rente wel met 25-30 basispunten op. Ook de meer risicovolle segmenten herstelden. Bedrijfsobligaties wonnen 3,7%, High Yield zelfs 5,0%. Alleen

Emerging Market Debt bleef wat achter met een rendement van 2,1%, vooral door de vrees dat opkomende landen zwaarder zullen lijden onder de gevolgen van Covid-19. Al met al behaalde onze obligatieportefeuille in april een rendement van 2,4% tegen 1,2% voor de benchmark.

Vooruitblik

Sinds het dieptepunt op 23 maart is de MSCI ACWI met ruim 25% gestegen. Dit lijkt erg optimistisch in het licht van de dramatische economische cijfers en verwachtingen die vrijwel dagelijks gepubliceerd worden. Maar de economie bestaat natuurlijk uit meer dan de beursgenoteerde bedrijven. Veel sectoren die

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark					
	2018	2019	mrt	apr	2020
Zeer Defensief	-1.79%	4.71%	-6.11%	2.10%	-3.34%
- benchmark	0.37%	5.66%	-3.23%	1.12%	0.04%
Defensief	-0.39%	12.46%	-7.02%	3.80%	-6.21%
- benchmark	-0.90%	12.43%	-6.21%	4.05%	-3.01%
Neutraal	0.46%	17.12%	-7.64%	4.96%	-8.02%
- benchmark	-1.82%	17.09%	-8.20%	6.01%	-5.12%
Offensief	1.31%	21.84%	-8.25%	6.15%	-9.75%
- benchmark	-3.05%	23.08%	-10.69%	8.45%	-7.82%
Zeer Offensief	2.20%	27.50%	-9.37%	7.81%	-12.00%
- benchmark	-4.11%	27.99%	-12.68%	10.41%	-10.04%

zwaar lijden onder de lockdowns zoals horeca, detailhandel en allerlei diensten zijn immers niet of nauwelijks beursgenoteerd. En ook op de beursgenoteerde bedrijven zijn de effecten zeer verschillend. De door analisten verwachte winstdaling in 2020 voor Amerikaanse (S&P 500) en Europese (Stoxx 600) bedraagt nu 20%, maar is onevenredig verdeeld over sectoren. De sectoren industrie en luxegoederen zien hun winsten naar verwachting met 35%-45% dalen, financiële waarden met 25%-35%. Maar bij gezondheidszorg, consumptiegoederen en IT variëren de ramingen van -/8% tot +3%. Deze drie sectoren, samen goed voor ruim 40% van de MSCI ACWI, presteren dit jaar met een gemiddeld rendement van -/0,6% ook veel beter dan de -/10,6% van de benchmark.

Dit betekent natuurlijk niet dat aandelenmarkten vanaf nu alleen maar zullen stijgen. En ook niet dat bedrijven in de defensieve en groeisectoren geen tegenslagen te verwerken zullen krijgen. Maar wel dat een actief beleggingsbeleid met oog voor de specifieke eigenschappen en omstandigheden van bedrijven kansen voor beleggers biedt.

Caterpillar

Caterpillar is een Amerikaans bedrijf dat zich voornamelijk bezighoudt met het ontwerp en de bouw van zware machines voor de weg- en waterbouw en de mijnbouw. Met een wereldwijd marktaandeel van 13% is het 's werelds grootste fabrikant van zware machines. Bijna 50% van de omzet wordt behaald in Noord-Amerika, 22% in Azië en de Pacific, 21% in Europa, Afrika en het Midden Oosten en tenslotte 9% in Latijns Amerika. Het bedrijf onderscheidt zelf drie segmenten: de bouwsector (41% van de omzet), de mijnindustrie (19%) en energie & transport (40%).

De markten waarop Caterpillar actief is zijn erg gevoelig voor de economische cyclus. De wereldwijde aanwezigheid beperkt de gevoeligheid wel, want ondanks de globalisering loopt de economische cyclus niet in alle landen gelijk. Daarnaast verdient Caterpillar niet alleen aan de verkoop van de machines maar ook aan het onderhoud daarvan. Meestal in de vorm van langlopende service contracten, waardoor de inkomsten ook grotendeels doorlopen in mindere tijden.

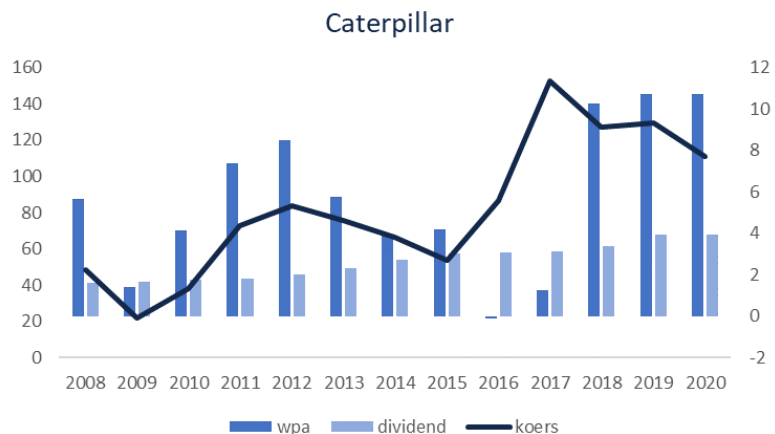
Ondanks dit dempende effect hebben omzet en winst de afgelopen jaren sterk gefluctueerd. Zo daalde de omzet tijdens de financiële crisis van USD 51 miljard in 2008 naar USD 32 miljard in 2009 (-/37%). Daarna volgde een sterk herstel en werd in 2012 een (voorlopige) piek omzet behaald van bijna USD 66 miljard. In 2019 bedroeg de omzet USD 53 miljard. De winst daalde in 2009 dramatisch met 75%. De winst van USD 6,1 miljard over 2019 was 7% hoger dan de winst van USD 5,7 miljard die behaald werd in 2012. Door inkoop van eigen aandelen is het aantal uitstaande aandelen vanaf 2008 tot en met 2019 met 10% gedaald. Hierdoor en door een forse verbetering van de marge was de winst per aandeel in 2019 USD 10,74 terwijl deze in 2008 bij een bijna gelijke omzet USD 5,66 was.

De operationele marge van Caterpillar is dankzij een groter omzetaandeel van producten met hoogwaardige technologie gecombineerd met daaraan verbonden servicediensten gestegen van 9,5% in 2010 gestegen naar 15,7% in 2019. Het afgelopen kwartaal was deze marge door een dalende

omzet en winst teruggelopen naar 13,2%. De verwachting van de analist van Morningstar is dat deze marge in 2023 weer ongeveer 16% zal zijn.

De huidige crisis is ook voor Caterpillar een uitdaging. De winst over het eerste kwartaal daalde met 36% ten opzichte van het eerste kwartaal over 2019. Het management heeft daarbij de uitspraak gedaan dat het tweede kwartaal nog slechter gaat worden. De consensusverwachting van analisten is dat over heel 2020 de winst per aandeel op USD 4,92 zal uitkomen, 54% lager dan over 2019. Voor 2021 zien de analisten een herstel naar ongeveer USD 7,00 per aandeel (+40%). Daarmee zou de winst nog altijd 35% lager zijn dan de winst over 2019. Een versnelling van het herstel is mogelijk wanneer het plan van president Trump om USD 2.000 miljard te investeren in de Amerikaanse infrastructuur werkelijkheid wordt.

Caterpillar heeft sinds de oprichting in 1925 elk jaar dividend betaald. De afgelopen 26 jaar is het dividend zelfs elk jaar verhoogd. Omdat Caterpillar het dividend minimaal 25 jaar heeft verhoogd, is het aandeel in 2019 toegevoegd aan de S&P 500 Dividend Aristocrats Index. Over het eerste kwartaal van dit jaar is een dividend van USD 1,03 per aandeel betaald, evenveel als de drie voorgaande kwartalen en 20% hoger dan over het eerste



kwartaal van 2019. Totaal heeft Caterpillar over het eerste kwartaal een bedrag van USD 1,6 miljard uitgekeerd aan de aandeelhouders in de vorm van dividend en inkoop van eigen aandelen, meer dan de nettowinst van USD 1,4 miljard. Desondanks blijft de financiële positie zeer solide. Caterpillar heeft nog USD 7,1 miljard USD in kas en daarnaast toegang tot maar liefst USD 20,5 miljard aan kredietlijnen. Wij vinden het dan ook niet zorgwekkend dat in een diepe crisis zoals nu tijdelijk iets meer dan de gemaakte winst uitgekeerd wordt aan de aandeelhouders.

Op basis van de verwachte winst voor 2020 is de koers/winstverhouding 22,5. Gezien de situatie waarin het bedrijf en de wereld zich op dit moment bevinden zeggen koers/winstverhoudingen van cyclische bedrijven niet zo veel. Bij de huidige koers is het dividendrendement 3,8% wanneer in de komende 3 kwartalen zoals wij verwachten ook minimaal USD 1,03 betaald wordt. Dit vinden wij zeer aantrekkelijk.

Caterpillar is onderdeel van de sector industrie, die wij in onze portefeuille onderwegen vanwege het cyclische karakter. Wij zien Caterpillar als een van de sterkste bedrijven in deze sector. Het voordeel van een cyclisch bedrijf met zo'n lange historie als Caterpillar is dat het de ervaring heeft hoe om te gaan met periodes van economische teruggang. Wij hebben er alle vertrouwen in dat Caterpillar daardoor, en dankzij de sterke merknaam en het wereldwijde distributienetwerk, goed door deze crisis heen zal komen.

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.