

Nieuwsbrief Sustainable Dividends Value Fund

April 2019

Vooruitblik en terugblik

Na een ongekend goed eerste kwartaal is het Sustainable Dividend Value Fund ook de maand april uitstekend uit de startblokken gekomen. Geholpen door optimisme over een positieve afronding van de Amerikaans-Chinese handelsbesprekingen blijft het beurssentiment gunstig. Ook lijken beleggers zich momenteel geen grote zorgen te maken over de politieke onzekerheid in Europa door de Brexit-soap. Het uitstel met een half jaar dat het VK van de EU heeft gekregen, biedt meer ademruimte. De kans is niet denkbeeldig dat het Engelse Lagerhuis de knoop hierover pas deze zomer doorhakt. Met een winst van ruim 10% sinds begin dit jaar trekt ook de Londense beurs zich hier weinig van aan.

Lage rente helpt de beurs

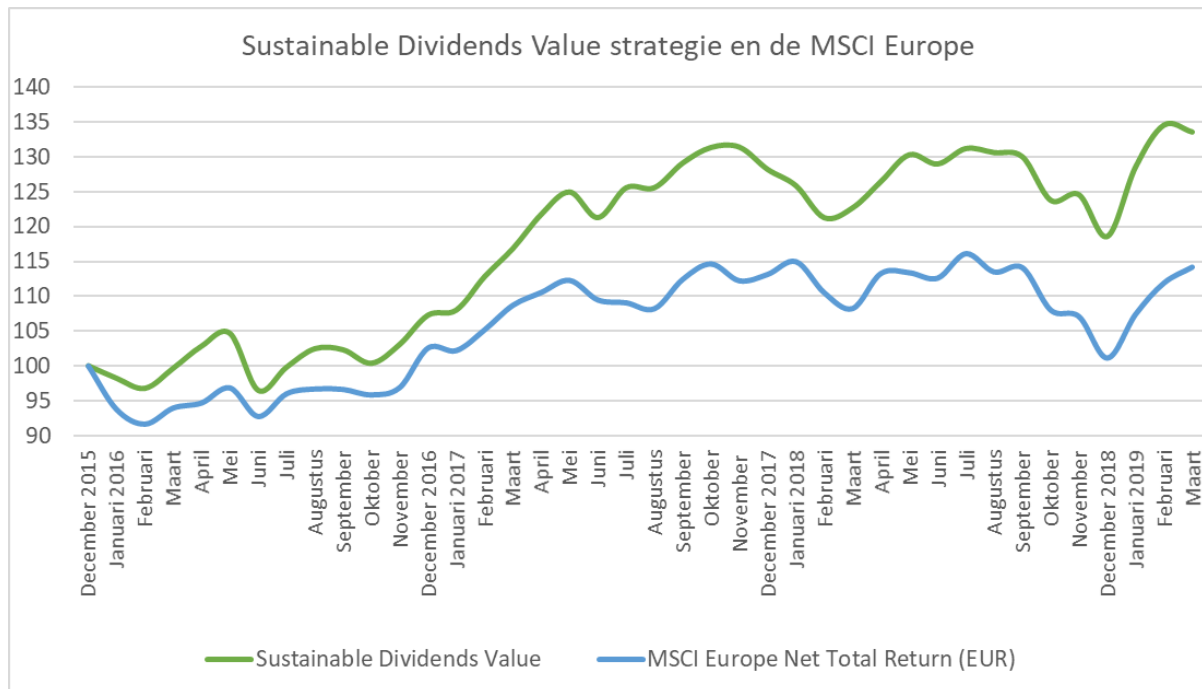
Het beursoptimisme botst overigens wel met de minder goed draaiende wereldeconomie. Zo nemen zowel de Amerikaanse als de Chinese economie gas terug en zijn de verwachtingen over de Europese groei eveneens flink getemperd. In de VS daalt het consumentenvertrouwen in rap tempo. Ook de omgekeerde rentestructuur -de lange rente is er lager dan de korte rente- belooft volgens analisten weinig goeds. Maar op de Amerikaanse beurzen is hiervan nauwelijks iets terug te zien. Allereerst heeft de Amerikaanse centrale bank laten weten dat de rente voorlopig niet zal worden verhoogd. Ook hebben beleggers hun hoop gevestigd op president Trump. Die zal zich realiseren dat de slogan 'It's the economy, stupid' essentieel is voor zijn herverkiezing in 2020.

Minder handel remt de groei

Een minder harde aanpak van China en Europa op handelsgebied is dan waarschijnlijk. Zowel China als Duitsland kan een dergelijke aanpassing goed gebruiken. In China is al enige tijd sprake van een flinke daling van het groeitempo. De Amerikaanse handelsmaatregelen zijn daar voor een flink deel debet aan. Maar ook de omschakeling van een productie- naar een consumptie gedreven economie gaat met veel horten en stoten gepaard. De overheid mikt nu op een groei van 6%, voor Chinese begrippen aan de lage kant. Elders in Azië dendert de trein trouwens flink door. India en Indonesië zullen dit jaar op respectievelijk 7,5% en 5,5% uitkomen, is de raming.

Europese economie vertraagt

Dat zijn percentages waar in Europa verlekkerd naar wordt gekeken. Onder invloed van een inzakkend Duitsland valt in veel Europese landen de economische activiteit terug. Voor een recessie wordt weliswaar niet gevreesd, maar er zal wel sprake zijn van lagere cijfers dan een half jaar geleden werden voorzien. In Duitsland heeft de auto-industrie het moeilijk. De naweeën van het dieselschandaal zijn nauwelijks verwerkt of er dient zich een ernstige kartelaffaire aan bij de grote merken. In Frankrijk doet president Macron veel moeite om zijn hervormingsagenda te realiseren, maar dat valt hem zwaar. Tenslotte blijkt Italië, zoals gevreesd, weinig te merken van de bestedingsimpuls die het rechts-radical kabinet onder protest van andere eurolidstaten wist af te spreken met Brussel. De groei stagneert en met de Italiaanse schuldquote gaat het ook de verkeerde kant op.

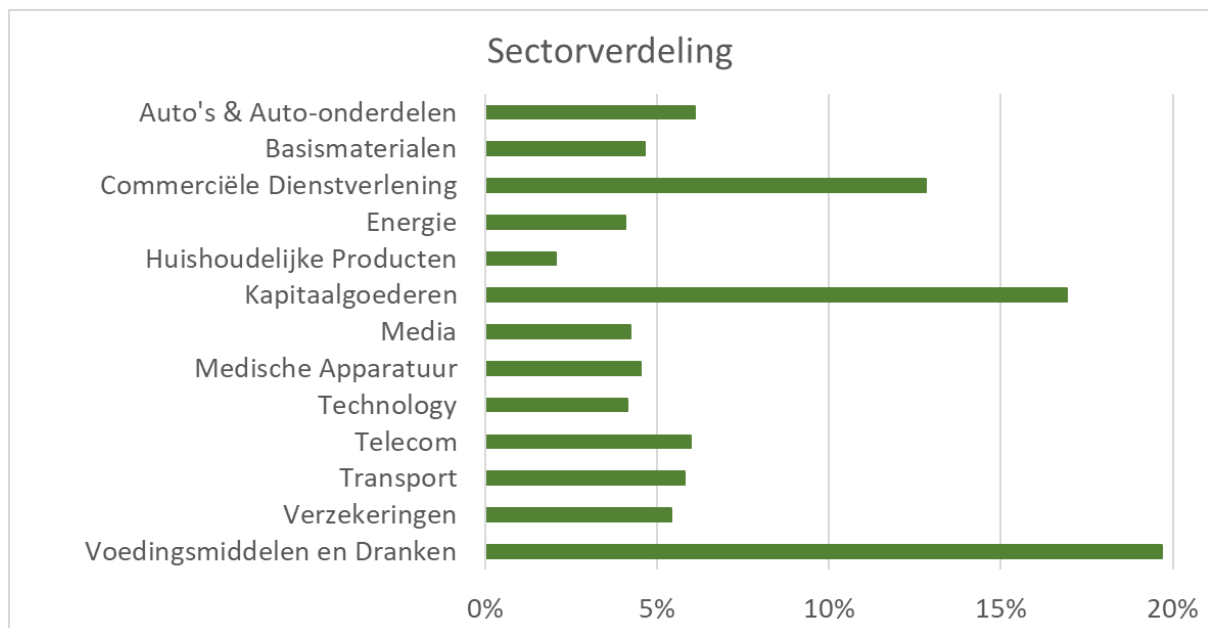


Fondsprestaties

Fondsbeheerder Simon van Veen spreekt van een uitzonderlijk goed eerste kwartaal. 'Het behoort tot de drie beste van deze eeuw. Na de sombere afsluiting van vorig jaar met een daling van 9% is het herstel van 13% een zeer aangename verrassing,' aldus de initiatiefnemer van het Sustainable Dividend Value Fund. Toppers in de portefeuille waren de Italiaanse tolgewegbeheerder ASTM met een plus van 39%, de Noorse producent van recycling-apparatuur Tomra (+32%) en het Nederlandse DSM (+36%). ASTM zag de cashflow fors groeien en maakte bekend het dividend met 13% te verhogen. DSM verraste met de melding dat het voor 1 miljard euro eigen aandelen gaat inkopen. Inclusief het dividend kunnen beleggers dit jaar een uitkering van circa 10% tegemoet zien. Ook de Engelse ontwikkelaar van projecten op het gebied van infrastructuur John Laing liet zich niet van de wijs brengen door de politieke perikelen rond de Brexit. Met een winst van 15% versloeg het fonds de Londense beurs ruimschoots.

Het pond herstelt

Minder goed ging het met het Britse Mears, dat betaalbare huisvesting levert. De koers daalde 22%. Een 10 jaar lopend contract met de overheid voor de opvang van asielzoekers blijkt pas vanaf 2020 winstgevend te zijn. Smaak- en geurstoffenfabrikant Treatt, eveneens uit Engeland, worstelt op zijn beurt met twee grote productie-uitbreidingen en zag de beurskoers 5% inzakken. Vanaf halverwege dit jaar zal een nieuwe fabriek in Florida de omzet opschroeven. Voor een uitgebreide analyse van deze niettemin zeer kansrijke leverancier aan de dranken- en levensmiddelensector verwijzen wij u naar het afgelopen kwartaalverslag van begin januari dit jaar. Toch is er nog wel een lichtpuntje voor alle beleggers in Londen. Het Britse pond is in het afgelopen kwartaal zo'n 5% in waarde gestegen, doordat de kans op een harde Brexit een stuk kleiner is geworden. Zoals het er nu op lijkt zal er voor eind oktober een deal gesloten worden met de Europese Unie over de Britse uittreding.



Hoe ziet het Fonds er nu uit?

Op dit moment is het Fonds vrijwel geheel belegd in bedrijven, waarvan de verwachting is dat ze de komende jaren zullen zorgen voor groeiende winsten en stijgende dividenden. Het vermogen is verdeeld over 21 verschillende aandelen in zeven Europese landen. Door te kiezen voor bedrijven in 13 verschillende sectoren is er gezorgd voor een voldoende mate van spreiding. Er is een duidelijke voorkeur voor sectoren, die zorgen voor stabiele kasstromen. Een aantal sectoren is bewust niet, of beperkt, vertegenwoordigd in het fonds. Zo hebben banken last van een steeds verder toenemende regelgeving, die over het algemeen niet in hun voordeel is. Farmaceuten zijn erg afhankelijk van de moeilijk voorspelbare ontwikkelingen van nieuwe medicijnen. En technologiebedrijven hebben op dit moment een erg hoge waardering, en daarom veelal een heel laag dividendrendement. Hieronder staan de vijf grootste belangen genoemd, en het percentage van het Fonds, dat in deze bedrijven belegd is.

Top 5 Holdings

John Laing	6,3%
Hilton Food	6,2%
Telenor	6,0%
SKF	5,9%
ASTM	5,8%

Telenor: Telecom in Noord-Europa en Azië

In vergelijking met andere Europese telecombedrijven is Telenor een beetje een vreemde eend in de bijt. Het bedrijf heeft meer dan 90% van zijn klanten in Aziatische landen als Pakistan, Bangladesh, Thailand, Maleisië en Myanmar. In deze markten is het nog steeds mogelijk om het aantal mobiele klanten te laten groeien. Niet zo snel meer als een aantal jaar geleden, maar toch heeft Telenor vorig jaar nog altijd zo'n 6 miljoen nieuwe abonnees aan haar bestand toegevoegd. Met name in Bangladesh zit de groei er flink in. Daar nam het aantal abonnees in 2018 met maar liefst 11% toe. Natuurlijk ligt de gemiddelde opbrengst per klant in Azië een stuk lager dan in West-Europa, maar als de aantallen maar groot genoeg zijn, zet het wel degelijk zoden aan de dijk. Naast telecommunicatie biedt Telenor aan haar klanten in de Aziatische markten ook de mogelijkheid om financiële diensten af te nemen. 73% van de armen in de wereld heeft geen bankrekening. Telenor biedt hen een alternatief in de vorm van mobiel bankieren.



Dividend en inkoop aandelen

Naast de groeiende markten in Azië heeft Telenor te maken met volwassen markten in Noord-Europa (Noorwegen, Zweden, Denemarken en Finland). In deze landen is het zaak om de kosten in de gaten te houden, en waar nodig kostenbesparingen door te voeren. Daarom heeft Telenor de afgelopen jaren een uitgebreid kostenbesparingsprogramma gelanceerd. In de cijfers over 2018 zijn de resultaten hiervan goed te zien. De marge is toegenomen van 40% tot 41% van de omzet. Dit is misschien geen spectaculair resultaat, maar wel weer een stap in de goede richting. Het management onderstreept dit door het dividend met 4% te verhogen, en dat was al weer de negende dividendverhoging op rij. Ook voor de komende jaren heeft het management tot doel het dividend te verhogen. Eigenlijk is zo'n dividendverhoging het meest duidelijke signaal van het management richting de aandeelhouders dat zij met vertrouwen de toekomst tegemoet zien. Daarnaast gaat het bedrijf dit jaar 3% van de uitstaande aandelen inkopen op de beurs. Als deze aandelen vervolgens afgestempeld worden, zorgt dat voor een stijging van de winst per aandeel, en kan de koers van Telenor op termijn verder stijgen.

Balans en duurzaamheid

Als we nu naar een aantal andere belangrijke factoren kijken, dan valt allereerst de balans op. Deze is de laatste jaren tijd een stuk sterker geworden. Op dit moment is de schuld kleiner dan de kasstroom. Dat is heel weinig, en waarschijnlijk één van de laagste schuldratio's in de sector. De jaarlijkse renteverplichting die hieruit voortkomt is in ieder geval heel goed te betalen. Interessant is het voornemen om het bezit van de 15.000 eigen zendmasten te evalueren. Beleggers in infrastructuur zijn de laatste jaren bereid veel geld te betalen voor zendmasten van telecombedrijven. Door meerdere telecombedrijven toe te laten op één zendmast, zijn flinke kostenbesparingen te realiseren. Telenor zou een aardige som kunnen verdienen door de zendmasten in de etalage te zetten. Op het gebied van duurzaamheid schaaft Telenor zich openlijk achter de doelstellingen van de Verenigde Naties. Met name als het gaat om het verkleinen van de ongelijkheid in de wereld kan Telenor een bijdrage leveren. Door te zorgen voor betaalbaar mobiel internet biedt het bedrijf aan veel mensen in Azië een kans de ergste armoede te ontvluchten. Het geeft toegang tot betere educatie, informatie over gezondheid en economische ontwikkeling. Hiervoor werkt Telenor samen met lokale partners. Daarnaast zorgt het bedrijf voor goede werkomstandigheden voor al haar werknemers en die van lokale toeleveranciers. Zodoende helpt het bedrijf mee aan een duurzame samenleving.



Wat kan er mis gaan?

Geen investment case zonder naar de risico's te kijken. Ook bij Telenor zetten we op een rijtje wat er mis zou kunnen gaan. De belangrijkste risico's hebben te maken met de regelgeving op het gebied van telefonie. Voor het aanbieden van mobiele diensten zijn vergunningen nodig en moet het bedrijf van tijd tot tijd opnieuw investeren in spectrum. Het al dan niet verkrijgen van de vergunningen en de onduidelijkheid die samenhangt met de spectruminvesteringen, zijn belangrijke risico's. Een ander risico is de toenemende concurrentie in aantal van de markten, waar Telenor actief is. Hierdoor kunnen de marges onder druk komen te staan. Het omgekeerde is overigens ook mogelijk. Door consolidatie is in een aantal West-Europese markten de concurrentie afgenomen, en hebben de marges de weg omhoog weer weten te vinden. Tenslotte zijn valutarisico's belangrijk. Allereerst voor de belegger, omdat het aandeel in Noorse kronen noteert. Maar zeker ook voor het bedrijf zelf, omdat 75% van de omzet behaald wordt in – soms volatiele – Aziatische valuta.

Waardering

Voor de waardering kijk ik meestal naar wat er in de markt daadwerkelijk betaald is voor vergelijkbare telecom bedrijven. In de afgelopen jaren van er verschillen telecombedrijven verkocht. Een voorbeeld hiervan is de koop van E-plus door Telefonica in Duitsland. Of de koop van EverythingEverywhere door British Telecom in het Verenigd Koninkrijk. Daar werd toen 8 à 9 keer de kasstroom voor betaald, terwijl het om markten gaat zonder al te veel groeimogelijkheden. In het geval van Telenor is het (door het meerderheidsbelang van de Noorse staat) onwaarschijnlijk dat het ooit verkocht wordt. Maar de huidige waardering van het aandeel lijkt met ongeveer 6 keer de verwachte kasstroom toch echt wel te weinig. Zeker gezien de groei die het bedrijf nog altijd weet te realiseren in Azië. Het dividendrendement van Telenor is ruim 5%. Mijn koersdoel voor het aandeel is NOK 240. Dit is ongeveer 40% boven de huidige koers. Al met al een aantrekkelijk geprijsd aandeel in een defensieve sector. Meer informatie over dit bedrijf is met behulp van onderstaande link te vinden in het jaarverslag:

<https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2019/03/iPDF-Annual-Report-2018-Q-d11fb28d6cbf924304674f219b382b01-1.pdf>

Vooruitzichten 2019

Met een gemiddeld rendement van ruim 6% per jaar over de afgelopen 3 jaar blijven Europese aandelen flink achter bij aandelen in andere regio's, zoals bijvoorbeeld de Verenigde Staten. De forse winststijgingen van veel Europese bedrijven in de afgelopen jaren zijn vooralsnog nauwelijks terug te zien in de koersontwikkeling op de Europese aandelenmarkten. Als we kijken naar veelgebruikte waarderingsmaatstaven zoals de koerswinstverhouding of het dividendrendement, dan zijn Europese aandelen, per saldo goedkoper geworden. Zowel in absolute zin, als ten opzichte van bijvoorbeeld Amerikaanse aandelen. Dit maakt Europese aandelen een interessante belegging voor de komende jaren.

Sustainable Dividends Team

Meer informatie over het Sustainable Dividends Value Fund is te vinden op de website: www.sustainabledividends.nl. Of stuur een mail naar info@sustainabledividends.nl. De koersontwikkeling van het Fonds wordt vermeld op de website en is ook via Bloomberg (fondscode SUSDVDV NA) te volgen. Tenslotte willen wij hier nog vermelden dat het Sustainable Dividends team uitgebreid is met Jasper Oeberius Kapteijn en Frank Dankers. Jasper heeft jarenlange ervaring als adviseur bij onder andere ABN AMRO en Van Lanschot. Hij gaat bij ons aan de slag als Client Manager. Frank heeft gewerkt als Fondsmanager bij Axa en vervolgens vele jaren bij de AFM. Hij zal bij Sustainable Dividends optreden als Risk Manager. Hartelijk dank voor het in ons gestelde vertrouwen.

Met vriendelijke groeten,

Simon van Veen
Fondsmanager

**Let op! U belegt buiten AFM-toezicht. Geen vergunning-
en prospectusplicht voor deze activiteit.**

