

# Nieuwsbrief Sustainable Dividends Value Fund

---

Juli 2019

## **Vooruitblik en terugblik**

Het Sustainable Dividends Value Fund heeft een grillig tweede kwartaal achter de rug met per saldo stijgende koersen. De laatste weken van juni lieten de effectenbeurzen een flink herstel zien waardoor veel indices weer rond hun niveaus van begin april schommelen. En in de eerste week van juli stegen de Amerikaanse beurzen naar nieuwe records en liet de Amsterdamse beurs ook de hoogste stand sinds de crisis van 2008 zien. De maand mei was in het afgelopen kwartaal de moeilijkste maand voor beleggers. Chaos rond de politieke besluitvorming in het Verenigd Koninkrijk over de Brexit was weinig bevorderlijk voor het beurs sentiment. Daarbovenop zwengelde president Trump het handelsconflict met China aan. Na het vastlopen van de onderhandelingen met Beijing voerde hij in mei een eerder dreigement uit. Op 200 miljard dollar aan Chinese importproducten stelden de VS douaneheffingen in. Voor nog eens 300 miljard dollar hebben de VS een wapenstilstand afgekondigd. De dreiging hiervan zal de komende maanden boven de markt blijven hangen. Weliswaar schermt Trump met het feit dat de Amerikaanse economie uitermate goed draait, maar ook de VS ondervinden duidelijk problemen als gevolg van het handelsconflict met China. Wat anders te denken van Trumps voortdurende aanvallen op het beleid van Fed-voorzitter Jerome Powell. Die zou de rente, die momenteel tussen 2,25% en 2,5% schommelt, eerder en sneller moeten verlagen, aldus Trump.

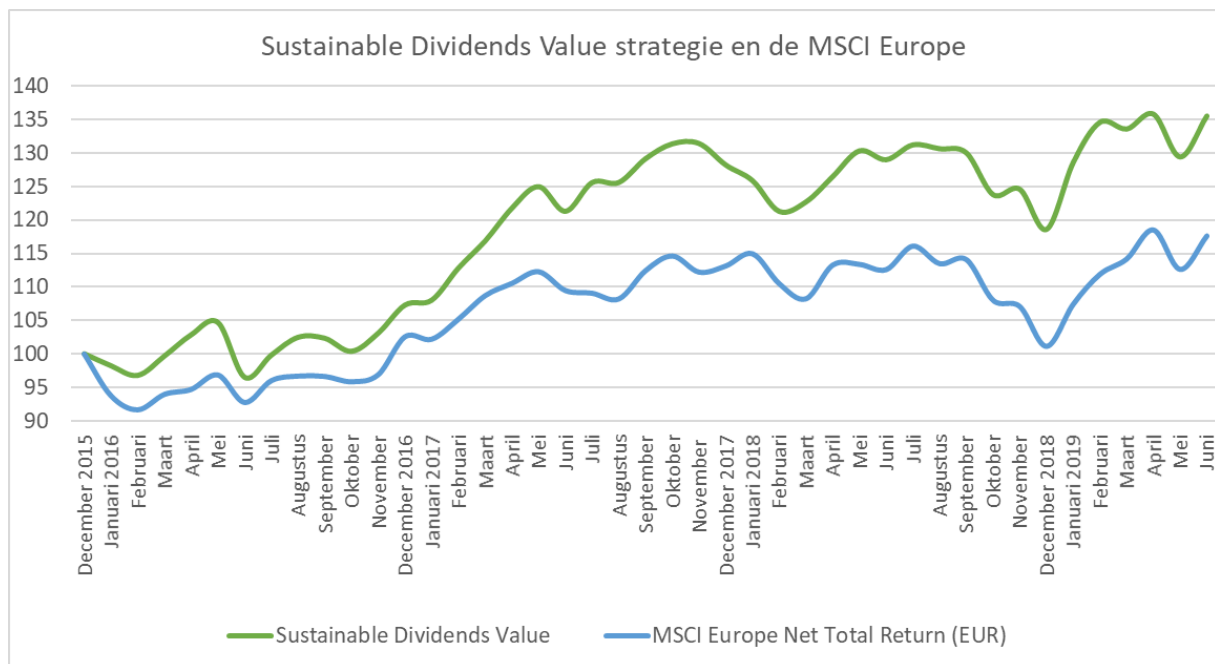
## **Gevolgen van de handelsoorlog**

In het handelsgevecht met de VS krijgt China flinke klappen. Volgens berekeningen van het Internationaal Monetair Fonds in Washington snoepen de heffingen volgend jaar 1% van de groei van het nationaal inkomen af. Ook de VS leveren in, maar aanvankelijk minder dan China. Het bewind in Beijing speelt nu met de gedachte om de export van bijzondere metalen naar de VS aan banden te leggen. Mocht dat gebeuren, dan is het hek van de dam. Zo ver is het nog niet, maar het conflict trekt al sinds halverwege vorig jaar zijn sporen op de wereldhandel. Die groeit nauwelijks meer. De weerslag daarvan op de Europese economie, en met name Duitsland, is echter niet te ontkennen. Tot dusver weet Duitsland nog aan een recessie, twee kwartalen met krimp, te ontkomen. Niettemin daalt de industriële productie in rap tempo en de vooruitlopende indicatoren voorspellen weinig goeds. De inkoopmanagers in de industrie verwachten verdere krimp en het aantal nieuwe orders daalde in een jaar tijd met maar liefst 8,5%. Dat is de grootste afname sinds crisisjaar 2009. Het is evenwel niet over de volle breedte armoe troef in Duitsland. De dienstensector draait wel goed en ook de consumenten houden de moed erin.

---

## Europese ontwikkelingen

Opvallend is overigens dat de Franse ondernemers vol vertrouwen zijn. Na de heftige binnenlandse protesten van de 'gele hesjes' vorig jaar is er daar kennelijk sprake van inhaalvraag. In Italië blijft het daarentegen kwakkelen. De Italiaanse regeringscoalitie heeft weliswaar bakzeil gehaald in de begrotingsdiscussie met de Europese Commissie, maar van interne politieke stabiliteit is geen sprake. In heel Europa wordt met angst en beven uitgekeken naar de, zeer waarschijnlijke, verkiezing van Boris Johnson eind juli tot nieuwe Britse premier. Dan zal snel duidelijk worden of Johnson aankoerst op een 'harde' of 'zachte' Brexit. Consumenten hebben er weinig vertrouwen in en zijn al aan het hamsteren vooruitlopend op een harde confrontatie met de Europese Commissie. Voor de nieuwbenoemde voorzitters van de Commissie, de Europese Raad en de Europese Centrale Bank zal het naderende vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de EU een harde dobber worden.

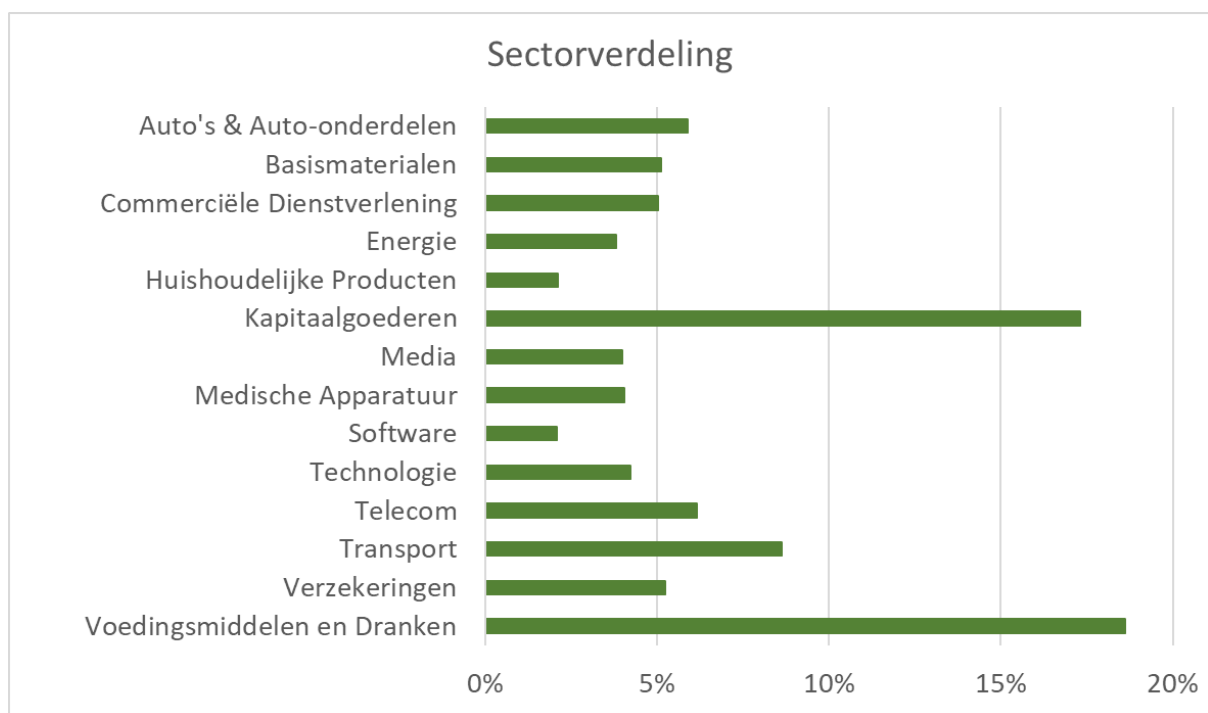


## Fondsprestaties

Het Fonds heeft in het tweede kwartaal iets minder gepresteerd dan de MSCI Europe index, te weten 1,5% rendement tegen 3%. Over de eerst zes maanden boekte het Sustainable Dividends Value Fund een positief resultaat van 14,3% tegen 16,2% voor de MSCI. Vooral de koersstijging bij de Europese blue chips was debet aan dit verschil. De meeste aandelen in de portefeuille zagen de koers verder oplopen in het afgelopen kwartaal. Het Nederlandse TKH, dat gespecialiseerd is in uiteenlopende producten voor de kabelbranche liep daarbij voorop. Het aandeel behaalde een rendement van maar liefst 32% in het tweede kwartaal. Het bedrijf profiteert sterk bij de verdere uitrol van glavezelkabel voor het internet en de harde concurrentiestrijd in Nederland tussen Ziggo en KPN. Het management kondigde tijdens de Capital Markets Day in mei aan dat ze de marge- en rendementsdoelstellingen voor de komende jaren naar boven bijgesteld heeft. Ook het Italiaanse ASTM viel op. De aandeelhouders van de exploitant van tolwegen behaalden een rendement van 19% in het tweede kwartaal. Het management van ASTM kondigde aan de organisatiestructuur te zullen vereenvoudigen. De grotere duidelijkheid zorgt ervoor dat het voor beleggers een aantrekkelijker aandeel wordt om in te investeren.

## Winst nemen op Tomra

Toch waren er ook een paar aandelen in de portefeuille, die niet wisten te profiteren van het positieve beurs sentiment. De grootste daler in het fonds was het Ierse Total Produce (-12%), zonder dat er noemenswaardige nieuwsfeiten over het bedrijf naar buiten zijn gekomen. De verwachting is dat Total Produce bij de halfjaarcijfers in augustus een flink hogere winst zal laten zien, als gevolg van de integratie van de het Amerikaanse Dole. Het Duitse Schloss Wachenheim verloor 9% na matige cijfers over het eerste kwartaal. Hoewel de producent van Sekt de omzet met zes procent wist te groeien, daalde de winst met drie procent. De oorzaak zijn de gestegen inkooprijzen, die tot dusverre nog niet geheel in de consumentenprijzen verwerkt konden worden. In het aandeel Tomra, producent van apparaten voor emballage en recycage, heeft het Fonds voor een deel winst genomen. Door de sterk gestegen koers was het gewicht van het Noorse bedrijf binnen de portefeuille te groot geworden.



## 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 22 verschillende aandelen in zeven Europese landen. Door te kiezen voor bedrijven in 14 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

ASTM	6,7%
John Laing	6,2%
Telenor	6,2%
TKH	6,0%
Hilton Food	5,9%

---

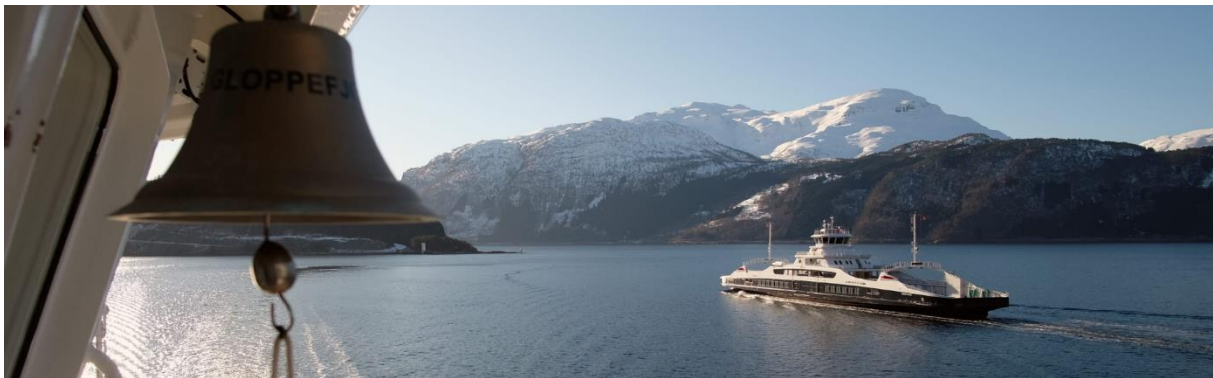
### **Fjord1: Elektrische Veerdiensten**

Zoals ieder kwartaal bespreken we in deze nieuwsbrief één van de aandelen in het Fonds. Het Noorse bedrijf Fjord1 onderhoudt de veerdiensten over een groot aantal fjorden in het Noorse kustgebied. Het gaat hier veelal om dunbevolkte gebieden, met over het algemeen weinig verkeersbewegingen. De Noorse overheid vindt de bereikbaarheid van de dorpen en steden langs de kust belangrijk en betaalt daarom bedrijven als Fjord1, om de veerdiensten te exploiteren. Deze bedrijven sluiten meerjarige contracten met een vaste inkomstenstroom met de overheid. Daarnaast verdienen zij aan de kaartverkoop, en de verkoop van eten en drinken op de veerboten. Ongeveer 90% van de inkomsten van Fjord1 zijn goed voorspelbare kasstromen op basis van de contracten met de overheid. Voorspelbaarheid van de toekomstige kasstromen is een belangrijk selectiecriteria voor de aandelen in het fonds. Daarnaast is duurzaamheid erg belangrijk. Fjord1 is bezig met een omvangrijk investeringsprogramma om alle veerboten elektrisch te maken. Dit betekent dat de bestaande boten vervangen of omgebouwd moeten worden. Het zorgt ervoor, dat over een aantal jaren de vervuilende dieselmotoren van de veerboten uit de Noorse fjorden verdwenen zullen zijn. Een mooi voorbeeld van het verduurzamen van de samenleving.



### **Management is ook aandeelhouder**

Vervolgens zijn er een aantal andere selectiecriteria waaraan een bedrijf moet voldoen, voordat het in het fonds opgenomen wordt. Eén hiervan is de balans. Omdat Fjord1 bezig is met een omvangrijk investeringsprogramma om de vloot elektrisch te maken, is de schuld recent flink toegenomen. Hier staan echter voldoende activa tegenover. De bedoeling van het management is om de schuld op termijn weer af te bouwen. Verder is het belangrijk om te zien of het management van het bedrijf op één lijn zit met de aandeelhouders. Bij Fjord1 lijkt dat wel het geval te zijn. Het management van het bedrijf bezit samen zo'n 59% van de uitstaande aandelen. Zij zullen dus zeker in het belang van de aandeelhouders handelen. Daarnaast is het dividendbeleid van belang. Het management heeft als doel om 50% van de winst in de vorm van dividend uit te keren aan de aandeelhouders. Omdat Fjord1 de komende jaren het netwerk van veerdiensten zal groeien, is de verwachting dat ook de winst en het dividend zullen toenemen.



### **Wat kan er mis gaan?**

Geen investment case zonder naar de risico's te kijken. Ook bij Fjord1 zetten we op een rijtje wat er mis zou kunnen gaan. Zoals eerder besproken heeft Fjord1 te maken met langlopende contracten met de Noorse overheid. Dat biedt zekerheid voor wat betreft de inkomsten. Maar de komende jaren zal het bedrijf meebieden op een flink aantal nieuwe contracten, en dan is er onzekerheid met betrekking tot het te behalen rendement op die contracten. Vervolgens is het bedrijf aan de kostenkant afhankelijk van bijvoorbeeld de prijs van elektriciteit voor de nieuwe veerboten, en die van diesel voor de oude veerboten. Daarnaast moet het bedrijf bij de nieuw bestelde veerboten rekening houden met de kans op kostenoverschrijdingen of een vertraging in de levering. Voor beleggers in Fjord1 is er een valutarisico, aangezien de notering op de beurs in Oslo in Noorse kronen is.

## Waardering

Voor de waardering kijken wij meestal naar wat er recent in de markt daadwerkelijk betaald is voor vergelijkbare bedrijven. In de afgelopen jaren zijn er verschillende veerdiensten van eigenaar gewisseld. Zo is in 2017 Red Funnel – de veerdienst van en naar het Britse Isle of Wight – verkocht aan een Brits pensioenfonds voor 15 keer de kasstroom. En vorig jaar nog is Scandlines – de veerdienst tussen Denemarken en Duitsland – verkocht aan een aantal infrastructuurbeleggers voor 14 keer de kasstroom. Als we deze prijzen vergelijken met de huidige waardering van Fjord1, dan wordt de forse onderwaardering van het aandeel duidelijk. Het aandeel Fjord1 handelt op dit moment namelijk op ongeveer 7 keer de verwachte kasstroom voor volgend jaar. Een overname tegen de huidige marktprijzen voor veerdiensten betekent dan ook al snel een verdubbeling van de koers van Fjord1. Maar ook als er geen overname plaatsvindt, zal de groei van het bedrijf in de komende jaren zorgen voor een stijging van de aandelenkoers. En ondertussen betaalt het bedrijf een mooi dividend aan haar aandeelhouders. Het verwachte dividendrendement is op dit moment bijna 5%. Meer informatie over Fjord1 is met behulp van onderstaande link te vinden in het jaarverslag:

<https://www.fjord1.no/eng/Investor-Relations/Annual-reports-and-press-releases/Reports>

## Vooruitzichten

Met een gemiddeld rendement van ruim 7% 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. Meer informatie over het Sustainable Dividends Value Fund is te vinden op de website: [www.sustainabledividends.nl](http://www.sustainabledividends.nl). Of stuur een mail naar [info@sustainabledividends.nl](mailto:info@sustainabledividends.nl). De koersontwikkeling van het Fonds wordt vermeld op de website en is ook via Bloomberg (fondscode SUSDVDV NA) te volgen. Graag willen we een hartelijk welkom doen uitgaan aan onze nieuwe participanten. We mogen het verhaal van ons Fonds steeds vaker met geïnteresseerde beleggers delen, en dat levert ons veel prettige gesprekken op. Mocht u in uw netwerk nog contacten hebben die ook kennis willen maken met onze strategie, dan horen wij dat natuurlijk graag. In deze fase is het winnen van vertrouwen door direct contact met beleggers zeer belangrijk. Dank voor het meedenken en graag tot ziens!

Met vriendelijke groeten,

Simon van Veen – Founder & Fund Manager

Jasper Oeberius Kapteijn – Business Development & Sales Manager

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

