



Van Lanschot

Sectorvisie Aandelen 2017 H2

Stille Wateren

Investment Research & Communication
7 augustus 2017

Emile Broesterhuizen,
Specialist Aandelen

Bob Stroeken,
Specialist Aandelen & Gestructureerde Producten



Inhoud

2	Focus op fundamenten
<u>3</u>	Sectorstrategie 2017 H2
4	Sector ETF's
<u>5</u>	Hoofdpijnen per sector
7	Financiële Dienstverlening
<u>10</u>	Gezondheidszorg
<u>13</u>	Informatietechnologie
<u>16</u>	Nuts
<u>19</u>	Industrie
<u>22</u>	Duurzame Consumentengoederen
<u>25</u>	Telecom
<u>28</u>	Niet-duurzame Consumentengoederen
<u>31</u>	Energie
<u>34</u>	Basisindustrie
<u>37</u>	Appendix: Achtergrond
<u>38</u>	Appendix: Disclaimer



Stille Wateren

Het is rustig op de wereldwijde aandelenbeurzen. Historisch rustig. De graadmeter voor beweeglijkheid, de VIX-index, noteert historisch laag. Dat de wind op de aandelenmarkten is gaan liggen laat zien dat beleggers vertrouwen hebben in de toekomst en minder onzeker zijn. Maar welke koers ga je varen bij weinig wind?

Dat er weinig beweging is op aandelenmarkten betekent niet dat we geen keuzes maken. Integendeel. Want niet alleen de wind op de aandelenmarkten is gaan liggen. Ook de politieke storm waar we in de vorige editie over schreven is uitgewaaid. Voor onze sectorvisie betekent dit dat we positiever zijn over sectoren die baat hebben bij politieke duidelijkheid.

Een voorbeeld hiervan is de nutssector. Nadat we de nutssector lange tijd op onderwegen hebben gehouden zien wij licht aan het einde van de tunnel en hebben onze opinie op deze sector daarom verhoogd. Ook de sectoren Financiële Dienstverlening en Gezondheidszorg profiteren van gunstige politieke ontwikkelingen.

Wat deze drie sectoren ook met elkaar gemeen hebben, is dat ze een aantrekkelijk dividend uitkeren. En volgens ons in staat zijn om dit dividend te laten groeien. Ook dat kan een reden zijn om in het huidige aandelenklimaat te kiezen voor deze sectoren. Want uiteindelijk zal de wind weer gaan waaien. Aandelen die een hoog dividend uitkeren zijn beter beschermd tegen toenemende beweeglijkheid en nervositeit van de aandelenmarkten.

Wij bieden u met deze Sectorvisie een handvat voor actieve spreiding over sectoren. Het kan als vertrekpunt dienen bij de inrichting van de aandelenportefeuille. Daarnaast zetten we per sector onze voorgestelde invulling uiteen met de favorieten uit onze Convictielijst Aandelen en onze geselecteerde sector ETF's.

Sectorstrategie 2017 H2

Sector	Opinie	Weging benchmark	Weging Convictielijst	Aantal posities	Titels
Financiële Dienstverlening	Overwegen	18%	20%	5	AIG, Allianz, BNP Paribas, Julius Bär, KBC
Gezondheidszorg	Overwegen	12%	20%	5	Amgen, Bayer, <u>Roche</u> , Sanofi, Allergan
Informatietechnologie	Gelijk wegen	11%	12%	3	HP Inc, Microsoft, Qualcomm
Nuts	Gelijk wegen	4%	4%	1	E.On
Industrie	Gelijk wegen	13%	12%	3	United Technologies, Schneider Electric, KION
Duurzame Consumentengoederen	Gelijk wegen	13%	12%	3	Starbucks, BMW, The Priceline Group
Telecom	Gelijk wegen	4%	4%	1	Vodafone
Niet-duurzame consumentengoederen	Gelijk wegen	13%	12%	3	Ahold Delhaize, AB InBev, Mondelez
Energie	Onderwegen	7%	4%	1	Andeavor
Basisindustrie	Onderwegen	6%	0%	0	-

Sector ETF's

De Sectorvisie biedt ook een podium aan sector ETF's. Deze beleggingsinstrumenten bieden een alternatieve manier om hier invulling aan te geven. Zoals u van ons gewend bent, noemen wij per sector onze favoriete individuele aandelen.

Voor de sector ETF's maken we gebruik van de wereldwijde sector ETF's van Deutsche Asset Management (DAM). DAM is een volledige dochteronderneming van Deutsche Bank AG.

Met een sector ETF koopt u blootstelling naar een gehele sector, er worden geen actieve keuzes gemaakt. Het rendement van de ETF is dan ook gelijk aan het gemiddelde rendement van de sector. In aanvulling op de Europese sector ETF's van Blackrock iShares voldoen nu ook de wereldwijde sector ETF's van DAM aan de selectiecriteria van Van Lanschot. Sinds april 2016 wordt fysieke replicatie toegepast op deze ETF's. Dit betekent dat de onderliggende waarden van de index daadwerkelijk aangekocht worden. Doordat de wereldwijde MSCI-verdeling wordt aangehouden, is er geografisch gezien een grote allocatie naar de VS. Dit is voor ons aanleiding om in deze publicatie te kiezen voor de wereldwijde sector ETF's aangezien dit beter aansluit bij de visie op sectoren van Van Lanschot.



Hoofdpijnen per sector

Financiële Dienstverlening

Overwegen

Voor een dubbeltje op de eerste rang

Wij blijven positief over deze sector. De sector profiteert in Europa van de aantrekkelijke macro-omgeving waardoor de bancaire kredietverlening toeneemt. Tegelijkertijd voorzien wij groeiende rentemarges door een hogere kapitaalmarktrente. Uiteindelijk komen deze hogere winsten bij de aandeelhouder terecht in de vorm van meer kapitaal teruggevoerd. In de VS speelt deregulering de sector in de kaart.



*“Doorverwijzing naar
de specialist”*

Gezondheidszorg

Overwegen

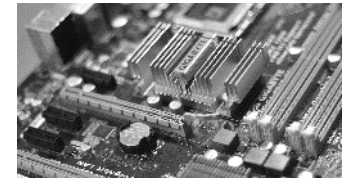
De aandacht van beleggers blijft binnen deze sector bij de politiek. De agenda van president Trump lijkt farmaceuten beter gezind dan verwacht. Binnen de sector zien we dat verschillende farmaceuten hun prijsstelsel verbeteren door zich te richten op niches. Hierbij geven wij de voorkeur voor biotechfarmaceuten. De sector vinden wij bovendien aantrekkelijk gewaardeerd. Kortom: overwegen.

Informatietechnologie

Overwegen

Say it (c)loud

De structurele en rigoureuze shift van de industrie naar de cloud heeft nog een hele weg te gaan. In onze ogen loopt de belegger echter ver vooruit op deze ontwikkelingen. De ingezette groei binnen de cloud zorgt voor een sterke vraag naar beveiligingsproducten. Binnen de chipmarkt zien we nieuwe toepassingsgebieden en innovaties ontstaan die snel groeien. Wij zetten de sector op gelijk weg.



*“Licht aan het einde
van de tunnel”*

Nuts

Gelijk weg

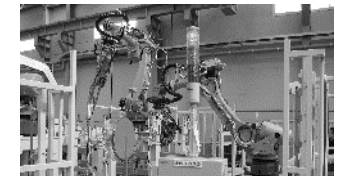
Wij verhogen de opinie op de nutssector naar gelijk weg. Dankzij het sluiten van conventionele energiecentrales komt de energiemarkt weer langzaam in balans en zijn verschillende nutsbedrijven strategisch beter gepositioneerd. Herstel van energieprijzen is volgens ons ingezet, wat bij kan dragen aan hogere winsten en dividendverhogingen. De sector vinden wij bovendien aantrekkelijk gewaardeerd.

Industrie

Gelijk weg

Op de automatiseringspilot

De aantrekkelijke mondiale economie en de politieke agenda van president Trump zorgen voor een boost van de wereldwijde investeringen in infrastructuur en kapitaalgoederen. De aanhoudend lage olieprijs gooit echter roet in het eten voor industriële conglomeraten. Robotisering en verduurzaming speelt in onze ogen een cruciale rol binnen deze sector. We houden de sector op gelijk weg.



Hoofdpijnen per sector

Duurzame Consumentengoederen

Gelijk wegen

E-tail vervangt retail

Binnen deze sector hebben wij een voorkeur voor aandelen van ondernemingen met een blootstelling naar Europa. Voorlopig groeit het vertrouwen van de Europese consument en dat is positief voor deze ondernemingen. Wat betreft zijn Amerikaanse evenknie zijn wij terughoudender. We vinden de sector aantrekkelijk gewaardeerd. Vanwege een haperende retailsector blijven wij bij onze gelijk wegen-opinie.



*“Bundelen of
barsten”*

Telecom

Gelijk wegen

In de telecomsector is het prijszettingsvermogen beperkt. Bedrijven onderscheiden zich op het gebied van netwerk, marketing en schaalvoordelen. De noodzaak tot schaalvoordelen leidt tot consolidatie. Daarnaast voorzien wij een stijgende rente wat in de regel negatief is voor het sentiment op aandelen in deze sector. De waardering van de sector is gunstig te noemen. Wij houden de opinie op gelijk wegen.

Niet-duurzame Consumentengoederen

Onderwegen

Ingrediënten voor consolidatie

Wij voorzien dat Amerikaanse voedingsconcerns de komende periode profiteren van een goedkope dollar en aantrekkelijke opkomende markten. Ondertussen lijkt de concurrentiestrijd onder supermarkten voorlopig niet gestreden. Hierdoor zitten marges in de knel en is de omzetontwikkeling door concurrentiedruk matig. Ingrediënten voor een consolidatieslag. We houden de opinie op gelijk wegen.



“Belofte maakt schuld”

Energie

Onderwegen

Ondanks productiebeperkende afspraken neemt de olieproductie onder OPEC-landen sterk toe. Dit heeft de olieprijs onder druk gezet. Wel trekt de vraag naar olie aan en is er sprake van een marktevenwicht. Maar volgens ons is dit evenwicht te fragiel om optimistisch te zijn. Bovendien is de waardering van de sector nog altijd torenhoog. We blijven daarom bij onze onderwegen-opinie.

Basisindustrie

Onderwegen

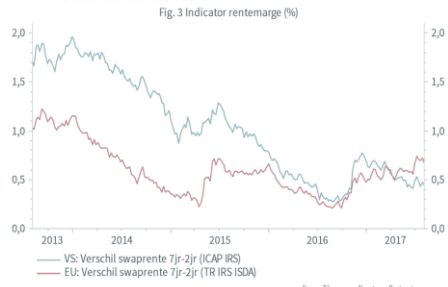
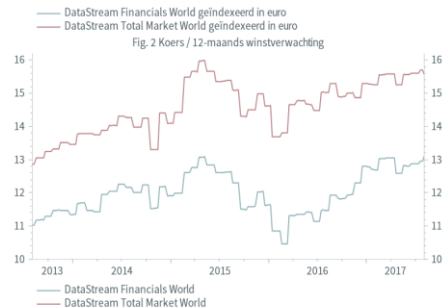
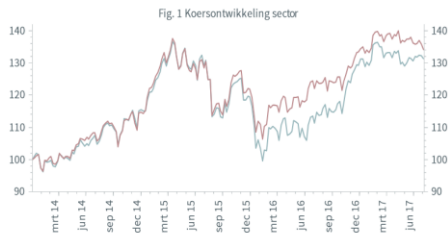
Een heet hangijzer

Beleggers in aandelen van staalproducenten zijn positief op mogelijke importheffingen in de VS. Ze lijken te weinig rekening te houden met de risico's die hieraan kleven. Bovendien voorzien wij dat een terugval in de staalvraag vanuit China zal resulteren in prijsdruk op staal, ijzererts en kolen. De waardering van de sector compenseert onvoldoende voor deze risico's. We blijven daarom bij onze onderwegen-opinie.



Financiële Dienstverlening

Voor een dubbeltje op de eerste rang



Bron: Thomson Reuters Datastream

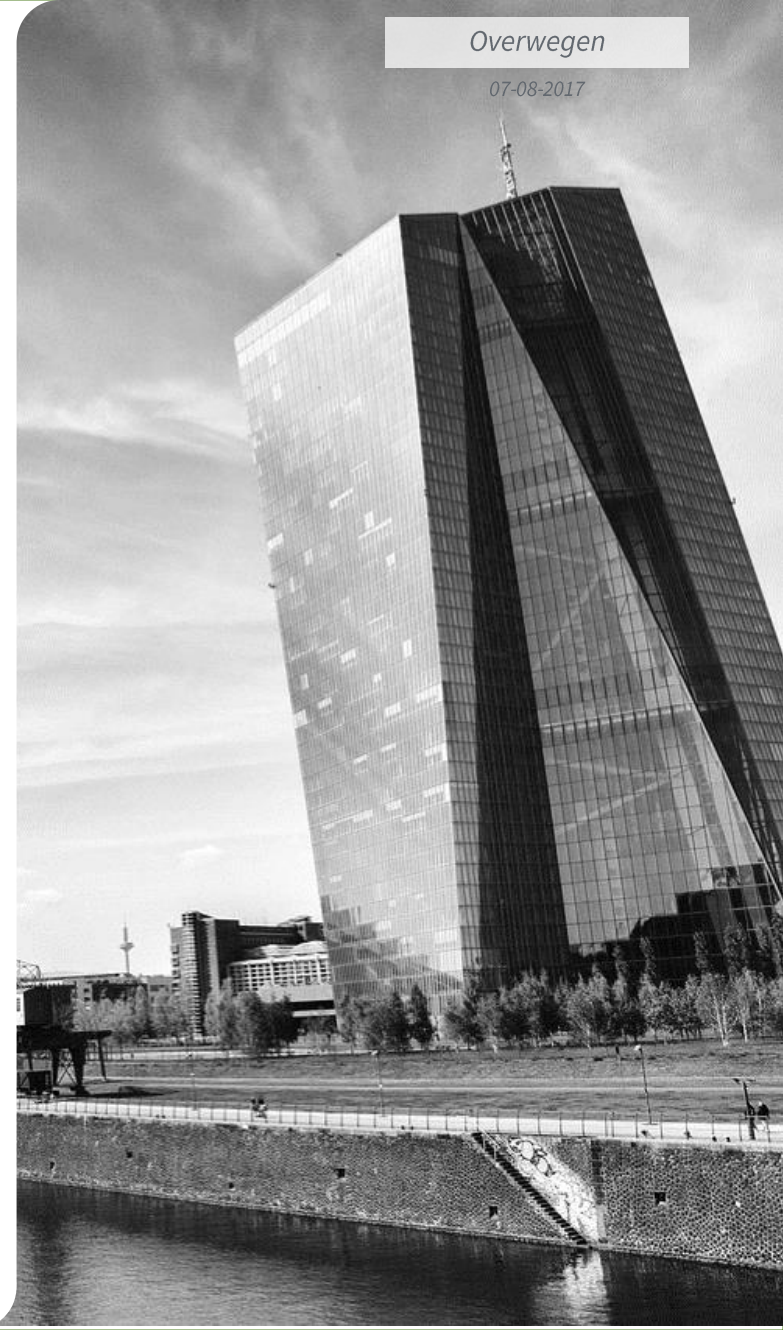
Sectoromschrijving

Bedrijven in de sector Financiële Dienstverlening houden zich bezig met bankieren, hypotheekverstrekking, vermogensbeheer, verzekeringen en vastgoed.

Dit is de meest cyclische sector van alle sectoren. Bij een opgaande conjunctuur profiteren banken van toenemende activiteit op de krediet- en kapitaalmarkten. Verzekeraars profiteren van gunstige beleggingsresultaten. Daarnaast is de rente een bepalende factor. Banken weten bij een steile rentecurve vaak een betere rentemarge te realiseren. Voor verzekeraars is een stijgende rentebeweging gunstig voor de winstontwikkeling en de balanswaarde.

Kerncijfers ¹	MSCI World Financials	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	2,2%	2,6%
Koers-winstratio ²	13,0x	16,6x
Dividendrendement ³	3,3%	2,6%
Rendement op eigen vermogen ⁴	8,2%	11,2%

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg.



Financiële Dienstverlening

Voor een dubbeltje op de eerste rang

Wij blijven positief. De sector profiteert in Europa van de aantrekkende macro-omgeving waardoor de bancaire kredietverlening toeneemt. Tegelijkertijd voorzien wij groeiende rentemarges door een hogere kapitaalmarktrente. Uiteindelijk komen deze hogere winsten bij de aandeelhouder terecht in de vorm van meer kapitaalruggave. In de VS speelt deregulering de sector in de kaart.

Europese macrowind vol in de zeilen

Europa heeft de macrowind mee. En dat is gunstig voor deze sector, want dit is de meest cyclische sector. De inkoopmanagerindices duiden er op dat de relatief achtergebleven investeringen meer tractie gaan krijgen. Ook het consumentenvertrouwen zit in een opwaartse trend. Beide ontwikkelingen zijn goed voor de kredietverlening. Bovendien zorgen de gunstige macro-economische omstandigheden ervoor dat schuldenaren gemiddeld beter in staat zijn hun leningen terug te betalen. Wij voorzien daarom afnemende reserveringen voor slechte leningen. Vooral banken als BNP Paribas en KBC hebben gezien hun Italiaanse en Ierse activiteiten nog veel reserveringen in de boeken staan voor deze zogeheten *non-performing loans*. Afname van deze stroppenpotten kunnen sterk bijdragen aan de winsten van deze banken.

Met de verbeterde macro-omgeving neemt de noodzaak van het huidige ultraruime monetaire beleid van de ECB af. Dit beleid heeft geresulteerd in een lagere absolute rente en een kleiner verschil tussen de korte en lange rente. Dit heeft een grote negatieve impact op de rentemarge bij banken. Wij verwachten dat ECB-baas Mario Draghi deze herfst plannen bekend maakt om het obligatie-opkoopprogramma geleidelijk aan af te bouwen.

Het terugdraaien van het ultraruime monetaire beleid biedt perspectief voor een stijging van de lange rente. Dit is volgens ons een belangrijke aanjager voor een hogere winstgevendheid van Europese banken en de belangrijkste reden om positief over deze sector te zijn. Bovendien zal het stallen van overtollig kapitaal tegen de huidige negatieve rente bij de ECB minder gaan drukken op de winsten van sterk gekapitaliseerde banken.

Meer ruimte voor kapitaalruggave richting aandeelhouders in Europa...

Een groot voordeel van de hogere winsten binnen de Europese financiële sector is dat banken en verzekeraars meer vet op de botten krijgen. Dit is zichtbaar in de hogere kapitaalratio's waardoor banken en verzekeraars meer ruimte hebben om kapitaal terug te geven aan aandeelhouders. Gemiddeld keren banken uit de EuroStoxx Banks-index momenteel 44% van hun winst per aandeel uit als dividend¹. Dat is een stuk lager dan het tienjaarsgemiddelde van 61%. Wat dat betreft is er volgens ons genoeg ruimte voor dividendverhogingen. Bovendien handelt deze index van Europese banken met een koers/boek-ratio van 0,8 onder de boekwaarde van het eigen vermogen². Daarmee zijn aandelen van Europese banken volgens ons aantrekkelijk gewaardeerd.

... maar ook in de VS

Ook aandelen van Amerikaanse (investerings)banken zoals Citigroup en Wells Fargo bieden perspectief voor meer kapitaalruggave richting de aandeelhouder. De regering Trump heeft duidelijk kenbaar gemaakt de huidige strenge regelgeving voor de Amerikaanse financiële sector te gaan versoepelen. Momenteel is deze strenger dan de richtlijnen uit de Basellakkoorden, waarbij de toezichthouder op basis van uitkomsten van stresstesten wel of geen goedkeuring verleent voor aandeleninkoopprogramma's. Soepeler beleid vanuit de politiek zal zo uitzicht bieden op meer kapitaalruggave. Ook hebben Amerikaanse banken hun balansen sinds 2009 met \$ 750 miljard versterkt en wegen zij risico's zwaarder mee in hun verdienmodellen. Goedkeuring voor aandeleninkoop is hierdoor bereikbaarder.

Financiële Dienstverlening

Risico's / Oplossingen

Risico's

De financiële dienstverlening is de meest cyclische sector. Een vertraging in de economische groei, al dan niet aangewakkerd door politieke risico's, vormt vooral voor banken een groot risico. De kredietgroei kan hierdoor vertragen en het heeft ook een negatieve impact op de kredietkwaliteit van leningen. Bovendien laat de rente zich lastig voorspellen, waardoor de verwachte winstgevendheid op leningen ook moeilijk te bepalen is.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Financials Index**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Financials-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde financiële dienstverleningssector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

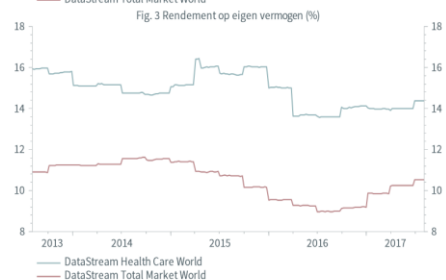
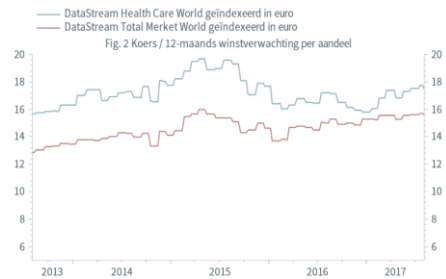
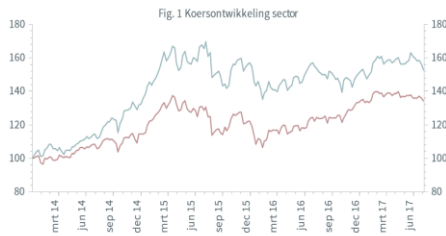
Oplossingen: Aandelen

- **BNP Paribas**: De aangekondigde herstructurering van de zakenbank en inzet op minder kapitaalkrachtige activiteiten dragen bij aan de versterking van de winstgevendheid en kapitaalpositie.
- **Julius Bär**: Julius Bär is een nichespeler op het gebied *international private banking*. Deze activiteiten hebben een beperkere rentegevoeligheid, en resulteren in stabielere kasstromen ten opzichte van andere banken.
- **Allianz**: Allianz heeft een goed gespreide activiteitenportefeuille en beschikt over een sterke balans. Bovendien biedt het aandeel een aantrekkelijk dividendrendement.
- **American International Group**: We zijn positief over de sterke focus van het management op het verhogen van de winstgevendheid. Ook heeft AIG een sterk trackrecord op het gebied van kapitaalruimte aan aandeelhouders.
- **KBC**: Met de sterke positie in Oost-Europa is KBC goed gepositioneerd voor groei. Dankzij de hoge kapitaalratio's biedt deze groei uitzicht op toenemende kapitaalruimte richting aandeelhouders via dividenden.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

Gezondheidszorg

Doorverwijzing naar de specialist



Bron: Thomson Reuters DatoStream

Sectoromschrijving

De sector Gezondheidszorg wordt gedomineerd door twee typen bedrijven. Het eerste type beslaat het grootste deel van de sector (90%). Dit zijn ondernemingen die zich richten op het ontwikkelen en produceren van medicijnen. Het tweede type produceert technische producten (bijvoorbeeld scanapparatuur) of levert diensten aan de gezondheidszorg.

De sector is een defensieve sector. Dit komt omdat patenten resulteren in sterke en stabiele kasstromen en omdat diensten veelal worden geleverd op basis van meerjarige contracten. De winstontwikkeling van de sector is daardoor minder afhankelijk van de economische conjunctuur dan andere sectoren.

Kerncijfers ¹	MSCI World Health Care	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	7,5%	2,6%
Koers-winstratio ²	16,5x	16,6x
Dividendrendement ³	2,1%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	10,7%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



Gezondheidszorg

Doorverwijzing naar de specialist

De aandacht van beleggers blijft binnen deze sector bij de politiek. De agenda van Trump lijkt farmaceuten beter gezind dan verwacht. Binnen de sector zien we dat verschillende farmaceuten hun prijsstellingsvermogen verbeteren door zich te richten op niches. Hierbij geven wij de voorkeur voor biotechfarmaceuten. De sector vinden wij bovendien aantrekkelijk gewaardeerd. Kortom: *overwegen*.

Ogen blijven gericht op de Amerikaanse politiek

Ondanks dat de Amerikaanse president Trump in het verleden hard uithaalde naar de farmaceutische industrie omdat zij hoge medicijnprijzen zouden faciliteren, lijkt president Trump de grote farmaceuten goedgezind. Het beleid van de nieuwe regering in de VS is gericht op het vervangen van de Affordable Care Act ('Obamacare') en het mogelijk maken van meer concurrentie tussen producenten van generieke medicijnen. Producenten van merkmedicijnen worden hierdoor voorlopig uit de luwte gehouden.

Volgens berichtgeving zal de regering Trump de bijdrage van \$ 340 miljard verlagen die farmaceuten moeten betalen aan zorgverleners die patiënten met lage inkomens (Medicaid) behandelen. Ook zal de farmaceutische industrie volgens ingewijden haar bijdrage aan Medicare (bedoeld voor ouderen en patiënten met ernstige aandoeningen) laten afhangen van verkoopprijzen van medicijnen en niet zozeer van catalogusprijzen. De verschillen tussen catalogusprijzen en daadwerkelijke verkoopprijzen van merkmedicijnen zijn namelijk aanzienlijk. Over de periode 2011 tot en met 2016 zijn catalogusprijzen met gemiddeld 10,9% per jaar gestegen en die van verkoopprijzen met 5,5%¹. Voor farmaceuten zou dit een welkome ontwikkeling zijn.

Een andere politieke ontwikkeling die volgens ons goed zal uitpakken voor de sector is het inperken van de regelgeving voor de farmaceutische industrie. Een voorbeeld hiervan is de voordracht van Scott Gottlieb als de nieuwe baas van de FDA, de Amerikaanse toezichthouder voor de farmaceutische industrie. Gottlieb staat bekend als voorstander voor het versnellen van goedkeuringsprocessen van medicijnen. Farmaceuten met gevulde ontwikkelingspijplijnen zullen hier naar alle waarschijnlijkheid sterk van profiteren.

Voorkeur voor biotech

Terwijl de politieke gemoederen voortduren maken verschillende grote farmaceuten duidelijkere strategische keuzes, ten gunste van de winstgevendheid van de sector. Een voorbeeld hiervan is de ontwikkeling waarbij farmaceuten hun focus verleggen op niches. In de regel resulteert dit in een beter prijsstellingsvermogen. Een voorbeeld zijn farmaceuten die zich richten op zeldzame en/of lastig behandelbare aandoeningen. Vaak zijn dit markten met minder concurrentie. Hierbij hebben wij een voorkeur voor farmaceuten met goed gevulde ontwikkelingspijplijnen die zich specialiseren in oncologie en immunologie. Vooral producenten van biologische medicijnen binnen deze gebieden zoals Roche en Amgen beschikken over een sterk prijsstellingsvermogen omdat deze medicijnen lastiger zijn te produceren. Bovendien beschikken biotechfarmaceuten over een gegarandeerde periode van twaalf jaar waarin zij het exclusieve recht hebben op het produceren van hun merkmedicijnen. Voor traditionele medicijnproducenten komt deze periode in de praktijk neer op acht tot tien jaar.

Waardering aantrekkelijk

Ondanks dat de MSCI World Health Care-index sinds begin dit jaar met 7,6% totaalrendement beter gepresteerd heeft dan de MSCI World-index, is de sector nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd. De sectorindex handelt op 16,5 keer de verwachte winst voor de komende twaalf maanden². Dat is in lijn met de MSCI World-index, terwijl deze gewoonlijk op een premie handelt vanwege de defensieve eigenschappen van de sector. Vanwege de aantrekkelijke waardering in combinatie met de positieve fundamentele ontwikkelingen blijven wij bij onze overwegen-opinie op de sector. Sectorvisie 2017 H2 11



Gezondheidszorg

Risico's / Oplossingen

Risico's

Het belangrijkste risico voor deze sector is prijsdruk. De opkomst van goedkopere generieke medicijnen tegenover gepatenteerde medicijnen kan een negatieve wissel trekken op de grote gevestigde farmaceuten¹. Ook is de sector gevoelig voor politieke risico's. Hoewel de Republikeinen in de VS farmaceuten goedgezind zijn, leert de ervaring dat president Trump erg onvoorspelbaar kan zijn. Een enkele tweet over medicijnprijzen kan al voor veel volatiliteit van de aandelenkoersen leiden.

Gezien de defensieve eigenschappen van deze sector, is een aantrekkelijk economisch momentum een risico voor de relatieve performance op korte termijn.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Health Care Index UCITS ETF**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Health Care-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde health caresector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

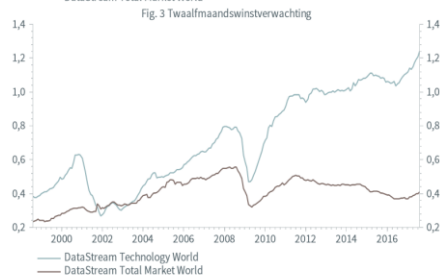
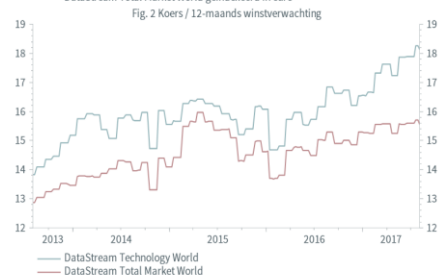
Oplossingen: Aandelen

- **Allergan:** Deze farmaceut - bekend van Botox - is volgens ons ondanks zijn grootte bijzonder goed gepositioneerd voor groei. Dit dankzij een sterke productportefeuille en een goed gevulde ontwikkelingspijplijn.
- **Amgen:** Deze biotechreus bracht recent een groot aantal medicijnen op de markt die op korte termijn sterk bij kunnen dragen aan de omzetgroei. Door een efficiënt productiebeleid is Amgen in staat aantrekkelijke marges te realiseren.
- **Bayer:** Bayer beschikt naar onze mening over een van de meest aantrekkelijke medicijnportefeuilles binnen de Europese farmacie.
- **Roche:** Als marktleider in biologische medicijnen en diagnostiek voor oncologische behandelingen bekleedt Roche een sterke marktpositie met grote concurrentievoordelen.
- **Sanofi:** Dankzij een vernieuwde productportefeuille gericht op zeldzame ziekten voorzien wij een sterker prijsstellingsvermogen. Sanofi's uitgebreide vaccinaanbod biedt volop kansen in opkomende markten.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

Informatietechnologie

Say it (c)loud



Bron: Thomson Reuters Datastream

Sectoromschrijving

Het productaanbod binnen de sector is breed, variërend van consumentenproducten, zoals computers, tot databeheeroplossingen voor bedrijven. Binnen de sector onderscheiden we producenten van software, hardware, halfgeleiders en dienstverleners.

De IT-sector is een cyclische sector met een bovengemiddeld groeipatroon. De winsten correleren redelijk met de cyclus van de economie. In opgaande markten laat de sector vaak een bovengemiddeld rendement zien. De sector is innovatiegedreven en wordt dan ook gekenmerkt door hoge R&D-budgetten. Door de hoge groei ligt de sectorwaardering doorgaans hoger dan die van de markt.

Kerncijfers ¹	MSCI World IT	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	9,0%	2,6%
Koers-winstverhouding ²	18,3x	16,6x
Dividendrendement ³	1,4%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	13,0%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



Informatietechnologie

Say it (c)loud

De structurele en rigoureuze shift van de industrie naar de *cloud* heeft nog een hele weg te gaan. In onze ogen loopt de belegger echter ver vooruit op ontwikkelingen. De ingezette groei binnen de cloud zorgt voor een sterke vraag naar beveiligingsproducten. Binnen de chipmarkt zien we nieuwe toepassingsgebieden en innovaties ontstaan die snel groeien. Wij zetten de sector op *gelijk wegen*.

Op een roze wolk...

Hoewel cloud computing al enkele jaren een veelbesproken onderwerp is heeft de grote wisseling van de wacht tussen conventionele dataopslag in lokale servers en virtuele dataopslag (cloud) nog niet plaatsgevonden. Zo berekent Morningstar dat slechts 20%-25%¹ van de virtuele infrastructuur door de publieke cloudomgeving loopt. Bedrijven realiseren zich echter steeds meer dat lokale opslag van data inefficiënt is. Waarbij de cloud de oplossing is voor procesoptimalisatie en product- en service innovatie. Wij zijn er van overtuigd dat de cloud een strategische shift is die nog veel meer bedrijven zullen omarmen.

Zo is Infrastructure as a Service (IaaS) een vorm van cloud computing. De infrastructuur wordt virtueel aangeboden waarbij ook de hardware eigendom blijft van de aanbieder. In onze ogen zullen drie factoren de markt bepalen waardoor er uiteindelijk enkele bedrijven de dienst uitmaken. Zo is er veel kapitaal nodig om een wereldwijd datacenter te bouwen, kent de cloudsector hoge R&D-kosten en hebben bedrijven die alle juiste technische know-how in huis hebben een niet in te halen voorsprong. Ondanks de enorme groeiemarkt zijn wij van mening dat de industrie zal consolideren. Bedrijven als Microsoft en Amazon zijn in onze ogen goed gepositioneerd binnen de markt voor cloud computing. Dit zijn voor ons de grote winnaars binnen deze sector.

Ook voor financiële instellingen is de cloud steeds interessanter. Zij krijgen door data van betaalgegevens op te slaan inzicht in het gedrag van de consument. Creditcardmaatschappijen, zoals Visa, zijn op deze manier te transformeren tot fintech-ondernemingen: technologieondernemingen, die gespecialiseerd zijn in financiële dienstverlening.

...wel oppassen voor een wolkbreuk

Er is een sterke vraag naar beveiligingssoftware door toenemende cyberaanvallen in alle industrieën. Ook de toenemende hoeveelheid data in de cloud is een belangrijke aanjager van de groei voor databeveiligers. Marktonderzoeker International Data Corporation (IDC) verwacht dat de markt voor beveiligingssoftware (\$ 46 miljard) 7% per jaar zal groeien tot 2019. Naast het absolute hogere aantal, zijn de aanvallen ook geavanceerder geworden, waardoor de vraag naar hoogstaande beveiligingsproducten sneller groeit dan de markt. We verwachten dat investeringen om data te beveiligen toe zullen nemen. Dit versterkt de beleggingscasus voor databeveiligers, zoals die van Palo Alto Networks.

Niet tussen wal en chip vallen

Diversificatie en innovatie van activiteiten binnen de halfgeleiderindustrie is cruciaal. Alhoewel de digitale transformatie voor de aanhoudende vraag naar chips zal zorgen zien wij een duidelijke verschuiving binnen de industrie. Traditionele chipmarkten die gericht zijn op smartphones en pc's vertonen een afvlakkende groei. Daarnaast zien we een versnellende vraag naar chips in (zelfrijdende) auto's en nieuwe industriële toepassingen. De traditionele markten bestrijken echter nog wel het leeuwendeel van de activiteiten voor de meeste bedrijven in deze sector. Een bedrijf dat op deze innovatieve trends voorsortteert is Qualcomm. Met de overname van NXP Semiconductors in de pijplijn lijkt het bedrijf goed gepositioneerd meer eindmarkten te kunnen bedienen.



Informatietechnologie

Risico's / oplossingen

Verschillen in waarderingen dwingen tot selectiviteit

De MSCI World Information Technology Sector-index handelt momenteel op 18,3x de verwachte winst over de komende twaalf maanden¹. Daarmee is de premie ten opzichte van de MSCI World-index redelijk in lijn met het tienjaarsgemiddelde. De onderlinge waarderingen van aandelen binnen de informatietechnologiesector en hun respectievelijke groeiperspectieven lopen echter fors uiteen en dat vereist selectiviteit in de beleggingskeuze van technologie-aandelen.

Risico's

Door het cyclische karakter van de sector correleren de sectorwinsten met de cyclus van de economie. Zo liepen de koersen van aandelen in deze sector sneller op dan de benchmark (MSCI World Index) in de eerste helft van 2017. Al zorgt politieke onzekerheid vanuit de VS en het mogelijk achterblijven van innovatiekracht binnen IT-bedrijven ervoor dat wij wat voorzichtiger geworden zijn op deze sector.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Information Technology Index UCITS ETF**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Information Technology-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde informatietechnologiesector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

Oplossingen: Aandelen

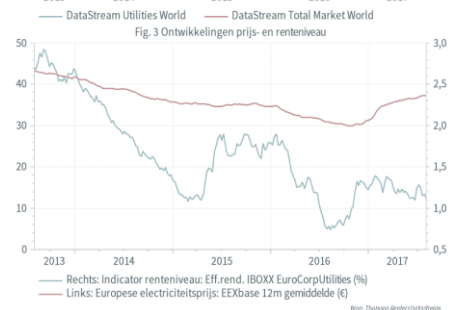
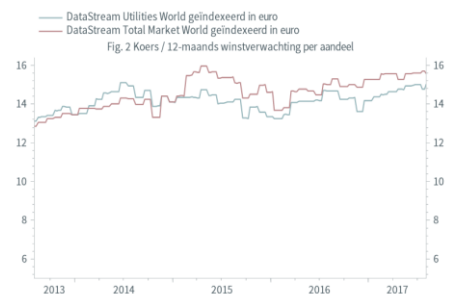
- **HP Inc.:** We voorzien een omslagpunt in de verkoop van printerbenodigdheden. Dat zal een nieuwe belangrijke aanjager zijn van de aandelenkoers. Op de lange termijn verwachten wij dat HP zal profiteren van de sterke positionering in high-end printtechnologie.
- **Microsoft:** Wij verwachten een toename van de winstgevendheid van de clouddienstverlening. Het terughalen van cash uit het buitenland richting de VS biedt perspectief voor kapitaalruil richting aandeelhouders.
- **Qualcomm:** De problemen in China lijken grotendeels achter rug. Met (1) een lage waardering, (2) omvangrijke portefeuille van technologiepatenten, (3) een forse groei van de kapitaalruil en (4) een oplossing in het dispuut met Apple, zien wij mogelijkheden voor herstel van het aandeel.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

1. Bron: Bloomberg, op basis van analistenconsensus op 4 augustus 2017

Nuts

Licht aan het einde van de tunnel



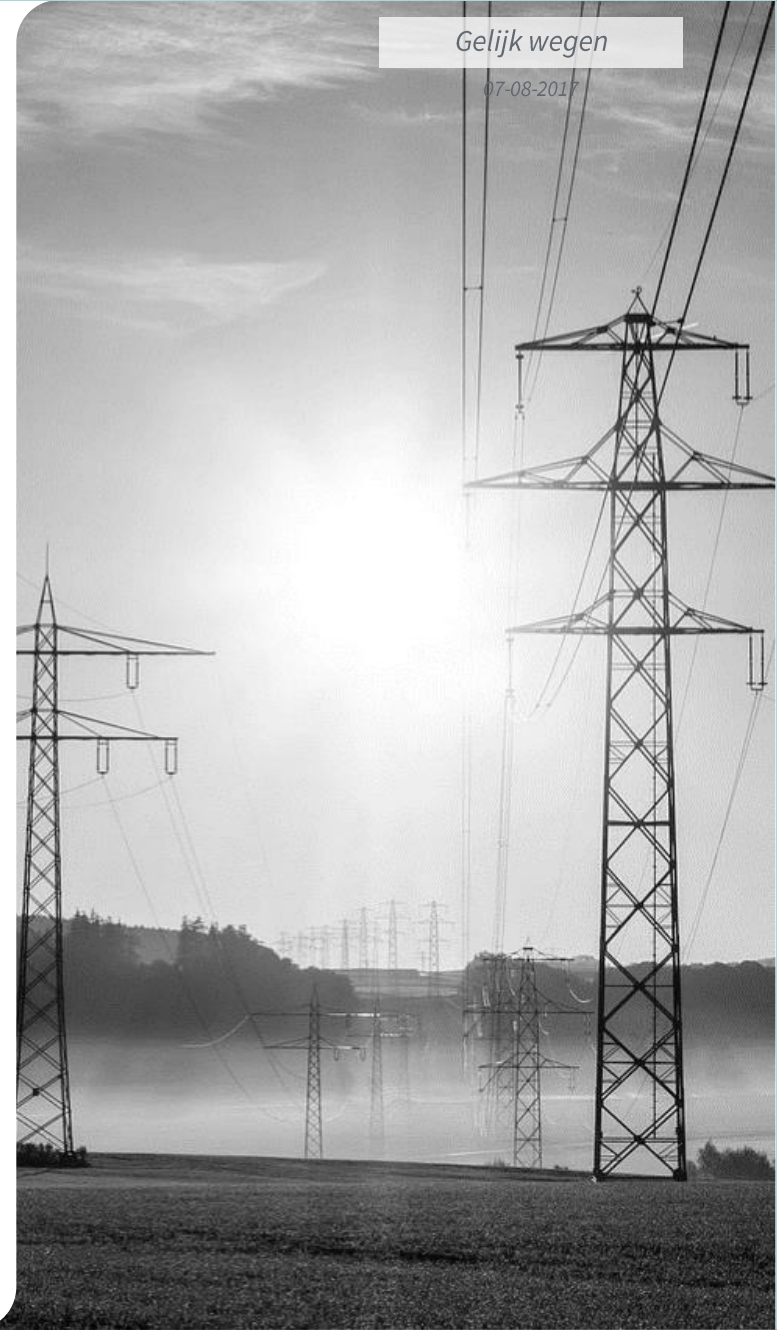
Sectoromschrijving

Tot de nutssector behoren ondernemingen die een functie vervullen bij het produceren en/of distribueren van elektriciteit, gas of water. We spreken van geïntegreerde nutsondernemingen wanneer de productie- en distributiefunctie worden gecombineerd.

De nutssector is een kapitaalintensieve sector met een hoger schuldniveau dan andere sectoren. Dat maakt de winstgevendheid gevoelig voor renteontwikkelingen. Daar staat tegenover dat zowel de omzet- als winstontwikkeling een hoge mate van voorspelbaarheid kent. Aan de opbrengstenkant is de sector gevoelig voor energieprijzen. Deze worden gedreven door grondstofprijzen en overheidsregulering.

Kerncijfers ¹	MSCI World Utilities	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	3,0%	2,6%
Koers-winstratio ²	16,5x	16,6x
Dividendrendement ³	3,9%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	3,7%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



Nuts

Licht aan het einde van de tunnel

Wij verhogen de opinie op de nutssector naar *gelijk wegen*. Dankzij het sluiten van conventionele energiecentrales komt de energiemarkt weer langzaam in balans en zijn verschillende nutsbedrijven strategisch beter gepositioneerd. Herstel van energieprijzen is volgens ons ingezet, wat bij kan dragen aan hogere winsten en dividendverhogingen. De sector vinden wij bovendien aantrekkelijk gewaardeerd.

Daling overcapaciteit...

Onze opinie op de nutssector is lang onderweg geweest vanwege dalende Europese energieprijzen en negatieve marges op energieopwekking. Door de opkomst van duurzame energie heeft de sector te maken met een ernstige overcapaciteit, wat druk zet op energieprijzen. Omdat de marginale kosten van duurzame energie minimaal zijn, is hier moeilijk tegenop te concurreren door de conventionele energieopwekkers. Daarbij zetten de lage steenkolenprijzen elektriciteitsprijzen verder onder druk, waardoor conventionele nutsbedrijven in een nog slechtere concurrentiepositie zitten. Uiteindelijk een onhoudbare situatie. Conventionele nutsbedrijven als RWE sluiten daarom de komende jaren de deuren van oude centrales. Dit brengt de markt weer in balans. RWE verwacht dat in Duitsland (de belangrijkste energiemarkt in Europa) vraag en aanbod in 2020 weer in balans zullen zijn.

... stuwt energieprijzen

Deze verwachting van een gebalanceerde energiemarkt in combinatie met stabilisering van grondstoffenprijzen en een aantrekkelijk economisch momentum zorgt voor hogere energieprijzen. Dit was vorig jaar al zichtbaar in Duitsland en Frankrijk¹. Maar nu zijn in het tweede kwartaal van dit jaar ook de verwachte marges op energieopwekking op Duitse kolencentrales gestegen². Dat is voor het eerst sinds 2013. Wat Duitse gascentrales betreft zijn deze nog steeds negatief, maar het breakevenpunt is in zicht. In Frankrijk is de verwachte marge op gasgestookte energieopwekking inmiddels al positief.

Uitzicht op dividendverhogingen

Veel nutsbedrijven hebben de tering naar de nering moeten zetten door af te schrijven op overcapaciteit. Zij hebben daardoor moeten snijden in het dividend. Deze ontwikkeling zagen we bij onder andere RWE, E.On, EDF en Engie. Nu energieprijzen weer stijgen en de winstgevendheid van de sector ook weer aantrekt, biedt dit ruimte om dividenden te verhogen. Ook de grotere politieke zekerheid in Europa helpt hierbij, omdat ondernemingen zekerder zijn van hun inkomsten. Zo wil het Italiaanse Enel zijn payout-ratio (de verhouding van het uitgekeerde dividend tot de nettowinst) de komende jaren verhogen. Bij zowel E.On als RWE voorzien wij dividendgroei, mede vanwege de uitspraak van het Duitse hoogerechtshof die een miljardenheffing voor nucleair afval van tafel veegde. Gemiddeld verwachten analisten dat het dividend op de Euro STOXX Utilities-index de komende twaalf maanden met meer dan 6% zal groeien³.

Sector aantrekkelijk gewaardeerd

Dankzij hogere winsttaxaties is de waardering van de sector aantrekkelijker geworden. Kijken we naar de MSCI World Utilities-index, dan handelt de ondernemingswaarde van de index op 9,1 keer de verwachte operationele winst over de komende twaalf maanden³. Daarmee handelt de sector op een korting ten opzichte van de MSCI World, die groter is dan het tienjaarsgemiddelde. Vooral de waardering van Europese nutsbedrijven is sterk afgenomen, waardoor de sector goedkoop is te noemen.

Vanwege de verbeterde fundamentele omstandigheden en de aantrekkelijke waardering verhogen we de opinie op de sector naar gelijk wegen.



Nuts

Risico's / oplossingen

Risico's

Dalende grondstofprijzen zijn een belangrijke oorzaak van de problemen in deze sector.

De sector is erg gevoelig voor schommelingen in de steenkolenprijs.

Ook een sterker dan verwacht economisch momentum is een risico voor de casus, omdat de sector als defensief wordt gezien. Ondanks de problemen beschikken ondernemingen in deze sector veelal over stabiele kasstromen. Door deze defensieve kwaliteiten zijn aandelen uit deze sector vaak in trek bij een afnemende economische groei.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Utilities Index UCITSETF**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Utilities Sector-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde nutssector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

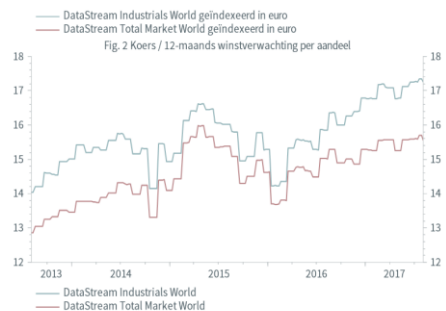
Oplossingen: Aandelen

- **E.On:** Sinds de afsplitsing van Uniper is E.On volgens ons aantrekkelijk strategisch gepositioneerd. Wij voorzien op korte termijn een verbetering van de balans, wat dividendgroei mogelijk maakt.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

Industrie

Op de automatiseringspilot



Bron: Thomson Reuters Datastream

Sectoromschrijving

De industriesector kenmerkt zich door ondernemingen actief in de commerciële dienstverlening, de productie en distributie van kapitaalgoederen en door transportondernemingen.

Economische groei en industriële productie zijn goede indicatoren voor de omzetontwikkeling van industriële ondernemingen. De vraag naar producten in deze sector is sterk gerelateerd aan de investeringen die bedrijven doen. De industriesector is ook gevoelig voor de economische ontwikkelingen in landen als China en India. Daarnaast zijn de prijzen van energie en metalen belangrijk. Deze belangrijke productiefactoren vormen een indicator voor het kostenniveau.

Kerncijfers ¹	MSCI World Industrials	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	4,6%	2,6%
Koers-winstratio ²	17,0x	16,6x
Dividendrendement ³	2,4%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	7,6%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



Industrie

Op de automatiseringspiloot

De aantrekkende mondiale economie in combinatie met de mogelijke stimuleringsbeloften en fiscale agenda van Trump zorgen voor een *boost* van wereldwijde investeringen in infrastructuur en kapitaalgoederen. De aanhoudend lage olieprijs gooit echter roet in het eten voor industriële conglomeraten. Robotisering en verduurzaming spelen in onze ogen een cruciale rol binnen deze sector. We houden de sector op *gelijk wegen*.

Infrastructuurinvesteringen door politieke en economische rugwind

De politieke agenda van president Trump biedt potentieel voor aantrekkende investeringen in de industrie en infrastructuur. In Europa is er minder politieke onzekerheid. Dit zorgt voor meer economische wind in de zeilen. Het begrotingstekort in de eurozone neemt in 2017 naar schatting tot 1,4% af. Dit geeft overheden ruimte te investeren. Bedrijfsinvesteringen in Europa en in opkomende markten groeien op hun beurt door hogere omzetverwachtingen en een soepelere kredietverlening dankzij een lage rente.

Dit zijn belangrijke groeifactoren voor ondernemingen actief in infrastructuur. Zo is de wereldwijde bouwsector voor een groot deel afhankelijk van overheidsuitgaven en demografische trends. Momenteel woont 54% van de wereldbevolking in steden. De VN verwacht dat dit in 2050 66% zal zijn. Luchthavens, spoorwegen en snelwegen moeten tred houden met deze trend. Bloomberg rekende uit dat de wereldwijde infrastructuur- en niet-residentiele bouw de komende 10 jaar gemiddeld met 7,8% groeit¹. Ondernemingen als Vinci en Atlantia zijn voorbeelden van ondernemingen die hiervan kunnen profiteren.

Oliemarkt drukt op bedrijfswinsten industrieconglomeraten

Oliemaatschappijen hebben hun investeringen in de olieproductie de afgelopen paar jaar sterk teruggeschoefd vanwege de aanhoudend lage olieprijs. Productieafspraken tussen OPEC-landen om de olieproductie te beperken zorgden voor enige prijsstabilisatie. Echter de VS zet de oliekraan weer verder open en ook de OPEC exporteert weer meer. Dit zorgt voor neerwaartse druk op de olieprijs. Slecht nieuws voor conglomeraten als GE en Siemens die toeleverancier zijn aan bedrijven binnen de energiesector.

..let's get digital

Een belangrijke trend die is ingezet binnen de industriesector is die van digitalisering.

Binnen de productiesector neemt deze trend, de zogenoemde 'smart industry' of 'Industry 4.0', steeds grotere vormen aan. Robotisering, cloud computing, 3D-printing, industrial Internet of Things en Big Data zijn uitvloeisels van deze digitaliseringsslag.

Momenteel vinden wij robotisering een van de belangrijkste ontwikkelingen binnen de industriesector. Een trend waarin bijna alle bedrijven meewillen, of moeten, om hun concurrentiepositie te behouden. Belangrijke groeiaanjagers van deze ontwikkeling zijn de globalisering, de voortdurende druk op opbrengstprijzen en de ouder wordende beroepsbevolking. Binnen een productieketen classificeren wij robotisering als het proces waarbij machines en robots onderling communiceren, zelf fouten opsporen en herstellen. Een voorbeeld hiervan is de toenemende vraag naar magazijnautomatisering. Door een sterke voorziene groei van de e-commerce sector worden bedrijven namelijk gedwongen hun magazijnen efficiënter in te richten. Een bedrijf dat profiteert van deze structurele shift is KION. Deze onderneming is wereldleider in het aanbieden van magazijnautomatisering.

Daarnaast speelt robotisering en digitalisering ook een belangrijke rol bij het efficiënter omgaan met energie. Dit steeds belangrijker wordende fenomeen in combinatie met het grotere marktaandeel van duurzame energie zorgt voor aantrekkende vraag naar energiemangementoplossingen. Vooral nutsbedrijven staan voor een enorme uitdaging om fluctuaties in de capaciteit van het energienetwerk op een veilige en efficiënte manier op te vangen. Het Franse Schneider Electric plukt hier als wereldmarktleider in energiemangement de vruchten van.

Industrie

Risico's / oplossingen

Positieve trends grotendeels ingeprijsd

De goede positionering van de industrie is terug te zien in de waardering van de sector. De MSCI World Industrials Sector-index handelt op een niveau van 17x de verwachte winst over de komende 12 maanden¹. Dat is hoger dan de brede MSCI World-index. De verwachte winstgroei van de sector (17%) ligt echter lager dan de rest van de markt. Ondanks de positieve trends houden we de sector daarom op gelijk wegen.

Risico's

Momenteel zien wij de aanhoudend lage olieprijs als belangrijkste risico voor de sector Industrie. Industriële conglomeraten zijn namelijk in hoge mate afhankelijk van de investeringen van oliemaatschappijen. Deze vallen lager uit bij de huidige prijs voor een vat olie.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Industrials Index UCITS ETF**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Industrials-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde informatietechnologiesector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

Oplossingen: Aandelen

- **Schneider Electric:** Wij verwachten dat het bedrijf in staat is te profiteren van megatrends zoals de opkomst van duurzame energie en de groei van cloudopslag. Door selectiever te zijn op projecten voorzien we een verbetering van de winstmarge.
- **United Technologies Corporation:** Dankzij de sterkere focus op de commerciële luchtvaart profiteert United Technologies op lange termijn van de groei in het luchtvaartverkeer. Voorts profiteert het bedrijf met de productie van bouwcomponenten van de wereldwijde economische groei.
- **KION:** KION is sterk gepositioneerd voor verdere groei van de e-commerce sector. Er is toenemende vraag naar efficiëntie binnen magazijnen, dit zorgt voor een structurele shift naar magazijnautomatisering. Bovendien kent KION synergievoordelen door de overname van Dematic.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

Duurzame Consumentengoederen

E-tail vervangt retail



Bron: Thomson Reuters Datastream

Sectoromschrijving

Binnen deze sector vallen ondernemingen die consumenten voorzien van duurzame producten of diensten. Te denken valt aan autofabrikanten, producenten van huishoudelijke apparatuur, en ondernemingen actief in mode, vrije tijd, hotels, restaurants en media.

De duurzame-consumentengoederensector is een cyclische groeisector, die meestal in de eerste fase van het economisch herstel een bovengemiddeld rendement weet te behalen. Het winstniveau is doorgaans sterk gerelateerd aan de consumptie, en daarmee ook aan het consumentenvertrouwen en de situatie op de arbeidsmarkten.

Kerncijfers ¹	MSCI World Discretionary	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	1,9%	2,6%
Koers-winstratio ²	16,4x	16,6x
Dividendrendement ³	2,1%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	8,5%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



Duurzame Consumentengoederen

E-tail vervangt retail

Binnen deze sector hebben wij de voorkeur voor aandelen van ondernemingen met een blootstelling naar Europa. Voorlopig groeit het vertrouwen van de Europese consument en dat is positief voor deze ondernemingen. Wat betreft de Amerikaanse consument zijn wij terughoudender. We vinden de sector aantrekkelijk gewaardeerd. Vanwege een haperende retailsector blijven wij bij onze *gelijk wegen*-opinie.

Hoogtepunt consumentenvertrouwen VS bereikt

Bij de laatste editie van de sectorvisie wezen wij op het Amerikaanse consumentvertrouwen dat op het hoogste punt stond in 13 jaar. Dit nadat president Trump veel beloftes had gedaan. Inmiddels blijkt uit de sentimentsindex van de Universiteit van Michigan dat het economisch vertrouwen van de consument in de toekomst is afgenomen. Een toegenomen schuldenlast is hier onder andere debet aan. Ook de ontwikkeling van de detailhandelsverkopen duidt hier op. Deze blijft al langere tijd achter. Wellicht dat de door president Trump geplande belastingverlagingen nog een *boost* kunnen geven aan de consumentenbestedingen, want de ontwikkeling van de kredietverlening in de VS is matig.

In Europa trekt de consument voorlopig de knip

Het Europese consumentenvertrouwen loopt juist op. Vooral het Franse cijfer in juni was beter dan verwacht. Ook de daadwerkelijke consumentenuitgaven in Frankrijk verrasten positief. De Europese retailsector profiteert van banencreatie en loongroei. Sinds januari liggen de detailhandelsverkopen in de eurozone consistent boven verwachting.

Toch plaatsen wij een kanttekening. In onze vorige editie schreven wij dat de vraag van huishoudens naar leningen toenam. Deze trend zien wij nu veranderen. De vraag naar consumentenkrediet in de eurozone nam in het tweede kwartaal minder hard toe dan in het eerste kwartaal van dit jaar. Deze cijfers impliceren dat er in het tweede kwartaal sprake was van slechts 1% groei van de consumptie van huishoudens, tegenover 1,6% over het eerste kwartaal¹. Het is geen zorgwekkende ontwikkeling, maar het laat wel zien dat de consument behoedzaam blijft.



1. Bron: Capital Economics ECB Lending Survey (Q2)
2. Bron: Bloomberg Intelligence European Apparel Retail 2017 Midyear Outlook
3. Bron: Bloomberg, op basis van analistenconsensus op 4 augustus 2017

E-commercestorm voorlopig niet uitgeblazen

Volgens ons is de verschuiving van het traditionele winkelmodel naar online nog lang niet achter de rug. We verwachten dat operationele marges van de traditionele detailhandel verder onder druk komen te staan. Nu is de winstgevendheid van retailers als Inditex en H&M circa driemaal hoger dan de winstgevendheid van zogeheten *e-tailers* als Zalando. Internetwinkels zijn daarmee bereid geoegen te nemen met een lagere operationele marge, ten koste van traditionele retail². Dit uit zich in aanhoudend slechte warenhuisverkopen. Producenten van kledingmerken zoals VF Corp, die veel kleding via winkels verkopen, hebben hier veel last van. Steeds meer merken, waaronder Nike, kiezen er daarom voor om zelf meer online te verkopen. Kortom de *middleman* verdwijnt, ten gunste van de marges van deze merken.

Sector als geheel aantrekkelijk gewaardeerd

De sectorwaardering ligt met 16,4x de verwachte winst voor de komende twaalf maanden rond het marktgemiddelde van 16,6x³. Omdat een bovengemiddelde waardering gangbaar is voor de sector, vinden wij de sector als geheel aantrekkelijk gewaardeerd. Onderliggend zijn er echter grote verschillen. De subsector retail handelt bijvoorbeeld op circa 23,6x de verwachte winst, ondanks de haperende detailhandelsverkopen. Aandelen van autofabrikanten handelen wereldwijd gemiddeld op nog geen 8,3x de verwachte winst, wat historisch gezien erg laag is. Vanwege de gemengde onderliggende waarderingen en sectorontwikkelingen houden we de sector op *gelijk wegen*.

Duurzame Consumentengoederen

Risico's / oplossingen

Risico's

Ontwikkelingen in het besteedbaar inkomen en het vertrouwen van consumenten zijn de voornaamste aanjagers voor de sector. Momenteel komen de risico's naar onze mening vooral uit de VS. Daarnaast is de sector gevoelig voor valutabewegingen. Hierbij speelt het monetaire beleid van centrale banken een belangrijke rol.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Consumer Discretionary Index UCITS**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Consumer Discretionary-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde duurzame consumentengoederensector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

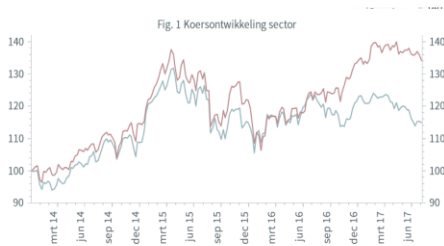
Oplossingen: Aandelen

- **BMW:** De introductie van modellen uit de nieuwe productlijn zijn aanjagers voor het aandeel. Dankzij de sterke positionering in elektrisch rijden vinden wij BMW ook voor de langere termijn aantrekkelijk.
- **Starbucks:** Deze restaurantketen blinkt uit door het ijzersterke merk. Dankzij uitbreidingen in opkomende markten en het hoge niveau van innovatie is Starbucks in staat sterke groei te realiseren.
- **The Priceline Group:** Dit bedrijf is bekend van onder andere Booking.com. Wij voorzien dat de dominante positie wereldwijd in mobiele boekingsapplicaties bijdraagt aan een hoge omzetgroei.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

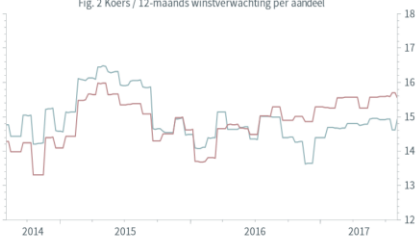
Telecom

Bundelen of barsten



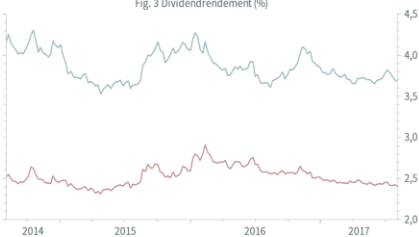
— DataStream Telecom World geïndexeerd in euro
— DataStream Total Market World geïndexeerd in euro

Fig. 2 Koers / 12-maands winstverwachting per aandeel



— DataStream Telecom World
— DataStream Total Market World

Fig. 3 Dividendrendement (%)



— DataStream Telecom World
— DataStream Total Market World

Bron: Thomson Reuters Datastream

Sectoromschrijving

Binnen de telecomsector vallen ondernemingen die communicatiediensten verlenen via vaste en mobiele netwerken.

Deze sector heeft een defensief karakter door de redelijk stabiele kasstromen. Daardoor behaalt deze sector in tijden van economische onzekerheid een bovengemiddeld rendement. Daarnaast is de sector erg kapitaalintensief, waardoor ondernemingen niet snel toetreden, maar ook niet uittreden. Bij een dalende vraag kan dit doorgaans tot felle prijscompetitie leiden. De telecomsector staat daarom bekend als een sector met een lage klantloyaliteit.

Kerncijfers ¹	MSCI World Telecom	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	-6,9%	2,6%
Koers-winstverhouding ²	14,4x	16,6x
Dividendrendement ³	4,3%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	6,9%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



Telecom

Bundelen of barsten

In de telecomsector is het prijszettingsvermogen van individuele aanbieders beperkt. Bedrijven onderscheiden zich op het gebied van netwerk, marketing en schaalvoordelen. De noodzaak tot schaalvoordelen leidt tot consolidatie. Daarnaast voorzien wij een stijgende rente dat in de regel negatief is voor het sentiment op aandelen uit de sector. De waardering van de sector is gunstig te noemen. Wij houden de opinie op *gelijk wegen*.

Samen is niet alleen

Connectiviteit is een primaire levensbehoefte geworden. Hierdoor is de consument kritischer geworden op zijn data-abonnement. Gebundelde abonnementen voor telefonie, internet en tv in Europa zijn het gevolg. Op deze combineerde abonnementen realiseert de telecomsector een hogere marge dan op de producten afzonderlijk. Bovendien groeit de klantenloyaliteit doordat overstappen lastiger wordt.

Aan de andere kant zorgt de verschuiving naar dataverkeer, ten koste van analoge diensten, juist voor negatieve druk op marges. Aanbieders van telecomdiensten springen in op deze ontwikkelingen en passen hun abonnementsvormen aan. De uitdaging is dat op dataverkeer een beperkt prijszettingsvermogen zit.

Buiten de concurrentie op het gebied van 'pricing' speelt netwerkqualiteit en dienstverlening een belangrijke rol. Door de brede uitrol van het 4G-netwerk is het voor telecomaandbieders lastiger om toegevoegde waarde te bieden op het gebied van netwerkfunctionaliteiten. Hierdoor achten wij de kans groot dat concurrentie op de Europese markt toeneemt. Dit omdat telecomaandbieders zowel op prijs als op netwerk weinig kunnen differentiëren. Om toch aan de gewenste winstgroei te kunnen voldoen lijkt consolidatie van de industrie de oplossing. Dit zal de kostprijs doen dalen en de marges doen stijgen.

Grote overnames lijken ons echter niet waarschijnlijk na het mislukken van verschillende deals in de afgelopen jaren. Fusies en overnames tussen kleinere spelers en/of lokale joint-ventures tussen grotere spelers vinden wel plaats. Evenals samenwerkingsverbanden tussen grote spelers. Een voorbeeld hiervan is de dit samenwerking tussen Liberty Global (Ziggo) en Vodafone in Nederland.

Kapitaalintensieve uitrol 5G-netwerk..

Gegevensgebruik is drastisch toegenomen en groeit alleen maar verder. Hierdoor zit de toegevoegde waarde van de telecomsector steeds meer in het verbeteren van de netwerkinfrastructuur. Het 5^e generatie netwerk (5G) is hier een goed voorbeeld van.

Buiten het mobiele netwerk voor communicatie en dataverkeer gaat 5G gebruikt worden voor Internet of Things. Zo zal dit netwerk de verbindende schakel moeten worden tussen consumentgerichte 'dingen' (verbonden auto's, slimme woningen). Dit gaat echter gepaard met significante kapitaaluitgaven. En dus zien we de schuldbelasting van telecombedrijven toenemen.

In de VS zullen 5G-proeven en een initiële marktintroductie in 2017 een belangrijke focus zijn. Adviesbureau Deloitte¹ rekent op een volledige Amerikaanse 5G-dekking in 2020. Binnen de Amerikaanse markt is Verizon een pionier op dit gebied en investeert miljarden om zijn netwerkinfrastructuur klaar te stomen. Het bedrijf loopt hierin volgens ons voorop.

..en stijgende rente zorgt voor druk op winstgevendheid

De telecomsector is een sector die nadelige effecten ondervindt van een stijgende rente. Een stijgende rente drukt normaliter de winstgevendheid van de sector. De telecomsector is namelijk een kapitaalintensieve sector en kent daarom een relatief hoog schuldniveau. De verwachting is dat deze zal toenemen door de investeringen op gebied van 5G. De recente renteontwikkelingen hebben dan ook een drukkend effect gehad op het sentiment en daarmee het rendement van aandelen uit de sector. Over de eerste helft van 2017 liet de MSCI World Telecom Services-index een totaalrendement zien van -6,9%².



Telecom

Risico's / oplossingen

Aantrekkelijk gewaardeerd

Omdat de telecomsector een kapitaalintensieve sector is, kijken we voor de sectorwaardering naar de verhouding tussen ondernemingswaarde en de verwachte operationele winst. De gemiddelde ondernemingswaarde van ondernemingen uit de MSCI World Telecom Services-index bedraagt van 6,7x de verwachte operationele winst voor de komende twaalf maanden¹. De gemiddelde ondernemingswaarde van ondernemingen in de brede MSCI World-index handelt op 10,3x de operationele winst¹. De korting van telecomaandelen ten opzichte van de brede index ligt daarbij onder het tienjaarsgemiddelde. Wat dat betreft zijn telecomaandelen volgens ons aantrekkelijk gewaardeerd.

Risico's

De telecomsector is een sector die vatbaar is voor prijzenoorlogen. Momenteel woedt er bijvoorbeeld een prijzenoorlog onder Amerikaanse telecoaanbieders. Deze gevoeligheid is te verklaren door het gemak waarmee klanten kunnen overstappen naar andere aanbieders die lagere tarieven vragen. Daarnaast is de telecomsector een rentegevoelige sector, vanwege het kapitaalintensieve karakter van de telecomsector. De rente laat zich moeilijk voorspellen, waardoor dit een belangrijk risico is voor telecomaandelen. De telecomsector kenmerkt zich tevens door een hoog dividendrendement. Houdbaarheid van het dividend richting de toekomst speelt hier een belangrijke rol. Winstgevendheid en schuldenpositie zijn hierbij belangrijke factoren.

Oplossingen: SectorETF's

- **Db x-trackers MSCI World Telecommunication Services Index UCITS**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Telecom Service Sector-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde telecomsector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

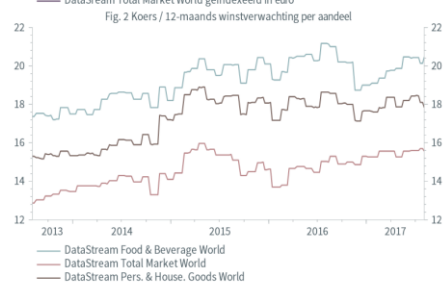
Oplossingen: Aandelen

- **Vodafone:** Nu een omvangrijk investeringstraject is afgerond verwachten wij dat de kasstromen de komende jaren toe zullen nemen. Op korte termijn voorzien wij dat Vodafone kan profiteren van consolidatie in Europa via joint ventures, net als in India.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

Niet-duurzame Consumentengoederen

Ingrediënten voor consolidatie



Bron: Thomson Reuters Datasream

Sectoromschrijving

Binnen deze sector vallen ondernemingen die actief zijn met de productie, distributie en verkoop van etenswaren, dranken, tabak en niet-duurzame huishoudelijke producten.

Omdat de vraag van consumenten naar deze producten minder afhankelijk is van de economische cyclus, heeft deze sector een defensief karakter. Kenmerkend zijn dan ook de stabiele kasstromen en een grote voorspelbaarheid van de winst. Dat zorgt ervoor dat de sector in tijden van economische recessie en in perioden van lage groei een bovengemiddeld rendement laat zien. Een belangrijke stimulans voor de autonome groei is de aanwezigheid in opkomende markten en productinnovaties.

Kerncijfers ¹	MSCI World Staples	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	3,3%	2,6%
Koers-winstratio ²	19,7x	16,6x
Dividendrendement ³	4,0%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	11,6%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



Niet-duurzame consumentengoederen

Ingrediënten voor consolidatie

Wij verwachten dat Amerikaanse voedingsconcerns de komende periode kunnen profiteren van een goedkope dollar en aantrekkende opkomende markten. Ondertussen lijkt de concurrentiestrijd onder supermarkten voorlopig niet gestreden. Hierdoor zitten marges in de knel en is de omzetontwikkeling door deze concurrentiedruk matig. Ingrediënten voor een consolidatieslag. We houden de opinie op *gelijk wegen*.

Aantrekkende opkomende valuta's gunstig voor sector

De sector niet-duurzame consumentengoederen is een sector die bestaat uit wereldwijd opererende voedingsconcerns en supermarktketens. Vooral valuta-effecten vanuit opkomende markten spelen vanwege deze internationale blootstelling een belangrijke rol voor de winstgevendheid van deze ondernemingen. Europese en Amerikaanse voedings- en drankenproducenten, zoals Nestlé, Mondelez en AB Inbev, realiseren ongeveer 50% van hun omzet in deze markten. Aantrekkende opkomende economieën resulteren naar verwachting in aantrekkende opkomende valuta's ten opzichte van de dollar en de euro. Bovendien neemt het besteedbaar inkomen van de bevolking aldaar toe, wat leidt tot volumegroei.

Vooraf voor Amerikaanse voedingsconcerns is dit voordelig. De dollarindex, de waarde van de Amerikaanse dollar ten opzichte van een mandje wereldwijde valuta, is sinds begin dit jaar met 9% gedaald¹. Ten opzichte van de euro zelfs met meer dan 11%. Dit speelt Amerikaanse exportgerichte ondernemingen zoals Procter & Gamble, Colgate en Mondelez in de kaart. Enerzijds boeken Amerikaanse ondernemingen hierdoor een hogere omzet omdat zij hun omzet in duurere valuta's verdienen. Anderzijds versterkt dit de concurrentiepositie van Amerikaanse voedingsconcerns ten opzichte van Europese ondernemingen en andere lokale spelers.

Een andere macro-ontwikkeling dat voor deze sector spreekt is het wereldwijd krappere monetaire beleid van centrale banken. Dit kan tot verhoogde volatiliteit leiden op de aandelenmarkten. Vanwege de stabiele kasstromen en de daarmee defensieve kwaliteiten van deze sector is de sector traditioneel een toevluchtsoord in beweeglijke markten.

Concurrentiestrijd blijft druk zetten op marges...

De ontwikkelingen in het Amerikaanse supermarktlanschap blijven we met argusogen volgen. Vanwege een hevige concurrentiestrijd door toenemende druk van prijsvechters als Aldi en Lidl zijn supermarktketens slechts beperkt in staat stijgende inkooprijzen door te rekenen naar de eindklant. Hierdoor komen winstmarges in de knel. Nu ook Amazon.com met de overname van Whole Foods heeft laten zien zich te willen mengen in de strijd lopen de zorgen onder beleggers verder op. Ook supermarktland is dus niet veilig voor e-commerce. Volgens ons zullen vooral hypermarketformules, die een grote blootstelling aan non-foodproducten hebben, hier last van krijgen.

...waardoor de roep om fusies en overnames toeneemt

Tegelijkertijd is de omzetgroei summier omdat huishoudens terughoudend zijn in hun uitgavenpatroon. Samen met het grote aantal partijen op de markt zijn dit ingrediënten voor een consolidatieslag, omdat winstgroei bijna alleen te behalen valt door kostenbesparingen en schaalvoordelen. Ook bij voedingsproducenten neemt de roep om fusies en overnames toe. Activistische aandeelhouders laten steeds vaker van zich horen.

Deze ontwikkeling kan niet alleen kansen creëren voor beleggers maar ook risico's vergroten. Met een koers-winstratio van 19,7 op de MSCI World Consumer Staples-index², is de sector nou niet bepaald een koopje te noemen. Toch ligt de premie ten opzichte van de brede MSCI World-index in lijn met het tienjaarsgemiddelde. Daarom blijven we de sector op gelijk wegen houden, ook vanwege de gemengde fundamentele ontwikkelingen.



Niet-duurzame Consumentengoederen

Risico's / oplossingen

Risico's

De sector doet het door de defensieve eigenschappen doorgaans beter dan de markt, wanneer het economisch momentum afneemt. Bij een opleving van de economische groei zal deze sector meestal achterblijven bij de markt.

Daarnaast is een terugval in de economische groei in opkomende markten een belangrijk risico voor onze casus. Dalende valuta's van opkomende landen hebben dan een extra drukkend effect op de winsten van voedingsconcerns.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Consumer Staples Index UCITS**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Consumer Staples-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde niet-duurzame consumentengoederensector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

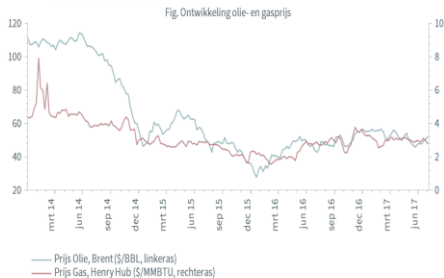
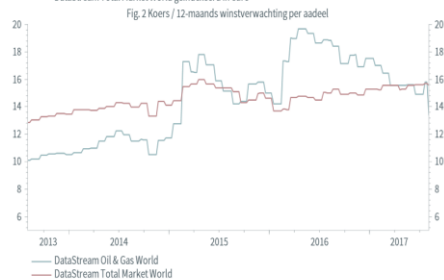
Oplossingen: Aandelen

- **Ahold Delhaize:** Wij zijn positief over de fusie tussen Ahold en Delhaize. Dankzij het realiseren van synergievoordelen zien we ruimte voor een verhoogde kapitaalruggave naar aandeelhouders.
- **AB InBev:** AB InBev beschikt over zeer grote schaalvoordelen. Dankzij de overname van SABMiller is de bierbrouwer goed gepositioneerd voor groei. Het aantrekken van de Braziliaanse markt is volgens ons de belangrijkste aanjager voor de aandelenkoers
- **Mondeléz:** Dit Amerikaanse voedingsconcern heeft een grote blootstelling naar opkomende markten. De strategie is gericht op het vergroten van de winstgevendheid en het optimaliseren van de productportefeuille.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

Energie

Belofte maakt schuld



Bron: Thomson Reuters Datastream

Sectoromschrijving

De energiesector kenmerkt zich door ondernemingen die actief zijn in olie, gas of overige brandstoffen. De activiteiten beslaan de gehele bedrijfskolom van de brandstofproductie (upstream, downstream en distributie), maar ook toeleverende industrieën (zoals bouwers van olieplatformen).

De sector is gevoelig voor conjuncturele ontwikkelingen. De winsten in de sector bewegen mee met de olie- en gasprijs. Hoewel de vraag naar energieproducten in de basis afhankelijk is van de wereldeconomie, is de sector ook gevoelig voor geopolitieke gebeurtenissen, zoals oorlogen en natuurrampen. Koersontwikkelingen in de sector correleren daarom niet altijd met de index.

Kerncijfers ¹	MSCI World Energy	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	-16,2%	2,6%
Koers-winstratio ²	22,5x	16,6x
Dividendrendement ³	3,9%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	2,6%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



WAGENPFLEGE
SCHMIERDIENST

Energie

Belofte maakt schuld

Ondanks productiebeperkende afspraken neemt de olieproductie onder OPEC-landen sterk toe. Dit zet de olieprijs onder druk. Wel trekt de vraag naar olie aan en is er sprake van een marktevenwicht. Maar volgens ons is dit evenwicht te fragiel om optimistisch te zijn. Bovendien is de waardering van de sector nog altijd torenhoog. We blijven daarom bij onze *onderwegen*-opinie.

Afspraken tussen OPEC-landen blijken weinig waard

Dat we bij het verschijnen van de vorige versie van de sectorvisie vraagtekens zetten bij de afgesloten OPEC-deal bleek meer dan terecht. Al gauw lapten Irak en de Verenigde Arabische Emiraten de productiebeperkende afspraken aan hun laars. Toch bleef de olieproductie van de OPEC in het eerste halfjaar van 2017 stabiel. Dit was mede te danken aan een onvoorzien haperende olieproductie in Libië en Nigeria. Bij de in mei gesloten nieuwe productieafspraken is afgesproken dat deze landen hun olieproductie mogen opschroeven.

Volgens het in juli verschenen maandelijks rapport van de OPEC laat de olieproductie in Libië en Nigeria een sterk herstel zien. De olieproductie liep in Libië met maar liefst 127.000 vaten per dag op ten opzichte van de voorgaande maand en in Nigeria met 97.000 vaten per dag¹. Daarnaast viel het op dat zowel Irak als Saudi-Arabië, vergezeld door Angola hun olieproductie ook sterk opschroefden. In totaal steeg bij zes van de 14 OPEC-leden de olieproductie en steeg de dagelijkse olieproductie in slechts een maand tijd met 400.000 vaten. Kortom: de productiebeperkende afspraken hebben weinig betekenis.

Een bijkomend probleem is dat het wantrouwen onder Arabische landen sterk is toegenomen. Verschillende Arabische landen hebben Qatar beschuldigd van het financieren van terrorisme en het onder één hoedje spelen met Iran. Zo heeft Saudi-Arabië de diplomatieke banden met Qatar verbroken. Wij voorzien dat deze onrust de toekomstige slagvaardigheid van de OPEC ernstig in de weg zal staan.

Olieprijs gekelderde, maar vraag trekt aan

De onrust onder de leden van de OPEC en het niet nakomen van afspraken doen de olieprijs weinig goeds, waardoor de prijs van een vat olie weer rond de \$ 50,- jojoet. De data uit het maandelijks rapport in juli van het Internationaal Energie Agentschap (IEA) laten echter zien dat de vraag naar en productie van ruwe olie met elkaar in balans zijn². In het tweede kwartaal van 2017 kwam de vraag naar ruwe olie uit op 97,4 miljoen vaten per dag. Dat is gelijk aan de wereldwijde olieproductie. Bovendien voorziet het IEA dat de vraag verder aantrekt dankzij de wereldwijde economische groei. Het verwacht dat deze zal stijgen naar 100 miljoen vaten per dag halverwege 2018. Toch vinden wij het te vroeg om optimistisch te zijn over de gebalanceerde markt. We hebben weinig vertrouwen in de daadkracht van de OPEC. Bovendien voeren niet-OPEC landen hun productie op. Het IEA verwacht dat de olieproductie van deze laatste groep in 2017 met 700.000 vaten per dag toeneemt en in 2018 zelfs met 1,4 miljoen vaten per dag. Kortom het marktevenwicht is zeer fragiel.

VS nog altijd *swing market*

Voor de Amerikaanse schalieolieproductie is reden om de vlag niet uit te hangen. In sommige regio's is de schalieolieproductie winstgevend bij een WTI olieprijs tussen de \$ 30 en \$ 40. Hierdoor is het aantal boorlocaties sinds begin dit jaar met bijna 50% toegenomen³. Zodra de olieprijs oploopt neemt de schalieolieproductie in rap tempo toe. Wat vervolgens weer druk zet op de olieprijs. Een olieprijs van \$ 60,- per vat is volgens ons daarom voorlopig niet aan de orde.



Energie

Risico's / oplossingen

Oliemajors: 50 is het nieuwe 60

Verschillende grote geïntegreerde oliemaatschappijen (oliemajors) zijn winstgevender geworden dankzij sterke kostenbesparingen. Waren deze voorheen pas winstgevend bij een olieprijs van \$ 60,- per vat, nu ligt dat bij sommige oliemajors, zoals Royal Dutch Shell, eerder bij \$ 50,-. Een positieve ontwikkeling. Maar als we kijken naar de waardering van de sector, dan lopen beleggers vooruit op een hogere winstgevendheid. De MSCI World Energy Sector-index handelt momenteel op circa 22,5x de verwachte winst voor de komende twaalf maanden¹. Dit is veel hoger dan het tienjaarsgemiddelde van 15,1x en ook hoger dan de MSCI World-index van 16,6x. Wij blijven daarom onderwogen op de sector.

Risico's

Het grootste risico voor onze pessimistische kijk op de sector is een onverwacht sterk herstel van de olieprijs. En hoewel we hebben beargumenteerd waarom vraag- en aanbodkrachten een plotse stijging van de olieprijs niet rechtvaardigen, blijft een groot gedeelte van het aanbod afkomstig uit politiek instabiele regio's. En daarmee is de olieprijs, en dus ook de sector, gevoelig voor plotselinge geopolitieke spanningen.

Daarbij geldt dat driekwart van de wereldwijde olieproductie afkomstig is van niet-beursgenoteerde bedrijven, veelal staatsbedrijven. Het (niet altijd economisch gedreven) beleid van staatsbedrijven in de oliesector heeft daarmee een grote impact op de productieniveaus en op de prijs van olie.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Utilities Index UCITS ETF**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Energy Sector-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde energiesector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

Oplossingen: Aandelen

- **Andeavor:** Andeavor kan als Amerikaanse olieraffinaderij profiteren van de lage olieprijs. Dankzij de groeiende logistieke activiteiten van deze onderneming is Andeavor in staat beter de risico's te spreiden dan sectorgenoten.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

Basisindustrie

Een heet hangijzer



Bron: Thomson Reuters Datastream

Sectoromschrijving

De basisindustrie is een cyclische sector, die zich kenmerkt door een hoge kapitaalintensiviteit en gevoeligheid voor de prijsontwikkeling van grondstoffen. Binnen de sector onderscheiden we de subsectoren chemie en metaal & mijnbouw.

In de metaal & mijnbouw bestaat er een positief verband tussen de prijsontwikkeling van basismetalen en de winsten van deze bedrijven. De chemische industrie heeft baat bij lage prijzen van ruwe olie en aardgas, omdat dit belangrijke grondstoffen zijn voor de productie van chemicaliën. De vraag naar producten is sterk gecorreleerd met de industriële productie wereldwijd, maar vooral met die van de opkomende markten China en India.

Kerncijfers ¹	MSCI World Materials	MSCI World
Totaalrendement 2017H1 in euro's	18,6%	2,6%
Koers-winstratio ²	16,3x	16,6x
Dividendrendement ³	2,5%	2,6%
Kapitaalrendement ⁴	7,9%	5,0% ⁵

1. MSCI-data in dollars, tenzij anders aangegeven, en per 4 augustus 2017. 2. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands winstverwachting van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 3. Gebaseerd op gemiddelde 12-maands dividendverwachtingen van analisten geraadpleegd door Bloomberg. 4. Gebaseerd op winst over de laatste 12 maanden, bron Bloomberg. 5. MSCI World exclusief de sector financiële dienstverlening.



Basisindustrie

Een heet hangijzer

Beleggers in aandelen van staalproducenten reageren positief op mogelijke importheffingen in de VS. Zij lijken daarmee te weinig rekening te houden met de risico's die hieraan kleven. Bovendien verwachten wij dat een terugval in de Chinese staalvraag zal resulteren in prijsdruk op staal, ijzererts en kolen. De sectorwaardering compenseert hier ons inziens onvoldoende voor. We blijven daarom bij onze *onderwegen*-opinie.

Beleggers te optimistisch over staalproducenten

Berichten over de invoering van Amerikaanse importtarieven op buitenlands staal hebben de gemoederen onder beleggers flink beziggehouden. De Amerikaanse regering heeft bekend gemaakt te onderzoeken of het importeren van staal een gevaar is voor de nationale veiligheid. De verwachting is dat President Trump de uitkomsten van het onderzoek wil gebruiken om importtarieven in te voeren, met het doel nationale staalproducenten te beschermen tegen het dumpen van goedkoop Chinees staal op de Amerikaanse markt. Beleggers in aandelen van diverse staalproducenten reageerden enthousiast. Sinds de aankondiging van het onderzoek op 23 mei stegen aandelenkoersen van wereldwijde staalproducenten met gemiddeld 20%¹.

Volgens ons is deze marktreactie veel te positief en is het neerwaarts risico aanzienlijk. Allereerst is het niet uitgesloten dat de regering Trump een algeheel importtarief wil instellen, en dus niet alleen voor Chinese staalproducenten. Een groot risico voor aandelen van Europese staalproducenten als ArcelorMittal. Ook kunnen excessief hoge importtarieven er toe leiden dat Chinese producenten de Europese markt als dumpmarkt gaan gebruiken. Bovendien is de lobby van de industriesector fel gekant tegen importtarieven. Hogere staalprijzen zet de winstgevendheid van deze sectoren namelijk onder druk. Dit maakt het voor de regering er niet gemakkelijker op om steun te krijgen voor deze plannen. Aangezien de hervormingsagenda van Trump nederlaag op nederlaag lijdt, is het maar de vraag of de plannen überhaupt het daglicht gaan zien. Zeker ook gezien het gevaar dat deze maatregel een handelsoorlog met China kan ontketenen.

China is spelbepaler, niet VS

Uiteindelijk zal het de Chinese economie zijn die spelbepalend is voor de vraag naar staal. En daarmee voor de prijzen van staal, ijzererts en kolen. De Chinese staalconsumptie is namelijk circa zeven keer groter dan de Amerikaanse staalconsumptie. De Chinese overheid heeft gehint dat het zich meer gaat richten op financiële stabiliteit bij het nieuwe vijfjarenplan dat dit najaar verschijnt door de kredietgroei af te remmen. Dit betekent dat vastgoedinvesteringen af zullen nemen en daarmee de wereldwijde vraag naar staal.

Markt voor ijzererts en kolen uit balans

Een daling van de vraag naar staal zet ook druk op de vraag naar ijzererts. Tegelijkertijd komt er een grote hoeveelheid productiecapaciteit vrij in 2018. De vier grootste ijzerertsproducenten (Vale, BHP Billiton, Rio Tinto en Fortescue) hebben aangegeven de productie in 2018 te verhogen. Naar schatting² stijgt de totale ijzerertsproductie in 2018 met 10%, onder andere door het in productie nemen van de grootste ijzerertsmijn ter wereld. Zelfs als de toegenomen Chinese bouwactiviteit doorzet, zal de vraag naar ijzererts niet opwegen tegen het aanbod.

Een vergelijkbare ontwikkeling zien we op de markt voor kolen, een andere belangrijke grondstof voor staal. Dit jaar zal er nog een aanbodtekort zijn op deze markt, voornamelijk door weersomstandigheden in Australië. In 2018 zal de Australische productie weer hersteld zijn, wat resulteert in een sterk overschot op de markt voor kolen. Ook wat de prijs voor kolen betreft, verwachten wij dat deze onder druk komt te staan.



Basisindustrie

Risico's / oplossingen

Overaanbod risico voor mijnbouwers

Het verwachte overaanbod op de staal-, ijzererts-, en kolenmarkten zal prijzen en winstgevendheid van mijnbouwers onder druk zetten. Veel mijnbouwers zoals Rio Tinto (49% van de omzet), BHP Billiton (50%) en AngloAmerican (22%)¹ zijn voor hun omzet sterk afhankelijk van ijzererts- en kolenprijzen. Wij blijven daarom voorlopig uit de buurt van deze subsector.

Waardering compenseert niet

Momenteel handelt de MSCI World Materials Sector-index op circa 16,3x de verwachte winst voor de komende twaalf maanden. Dat is in lijn met de bredere MSCI World-index². Historisch gezien handelt de sector ook in lijn met de MSCI World-index. De sector is daarom niet specifiek over- of ondergewaardeerd. Om te compenseren voor de negatieve trends in de sector, is een korting echter op zijn plaats². Wij blijven daarom onderwogen op de sector.

Risico's

De vraag naar grondstoffen uit de mijnbouw- en staalindustrie, maar ook uit de chemische industrie, is sterk afhankelijk van China. Maar liefst 40% van de wereldwijde productie van staal, aluminium en koper vindt zijn weg naar dit land. Daarmee is de prijsontwikkeling van grondstoffen sterk afhankelijk van de Chinese economie en politiek.

Oplossingen: Sector ETF's

- **Db x-trackers MSCI World Materials Index UCITS ETF**

Dit is een Exchange Traded Fund (ETF) die tot doel heeft de performance van de MSCI World Materials Sector-index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. De index is een maatstaf voor het rendement van de wereldwijde basisindustriese sector. De ETF belegt in de onderliggende (fysieke) effecten waar de index uit bestaat.

Oplossingen: Aandelen

- **Geen positie:** Door de combinatie van onze onderwegen-opinie en de relatief beperkte marktkapitalisatie van de sector, hebben wij in onze Convictielijst Aandelen geen positie in de basisindustrie.

Voor uitgebreide research op ondernemingen binnen deze sector zie onze [website Beleggingsinformatie](#) of informeer bij uw beleggingsspecialist.

Achtergrond

Appendix

Over deze publicatie

Deze publicatie geeft de Van Lanschot-opinie weer op de tien MSCI-sectoren die binnen de vermogenscategorie individuele aandelen worden gehanteerd. De opinies hebben betrekking op Europa en de VS.

De opinies op sectoren die in dit document uiteengezet zijn, worden ook gehanteerd bij de samenstelling van de Convictielijst Aandelen. Een overwegen-, gelijk wegen- of onderwegen-opinie op een sector, impliceert voor de Convictielijst respectievelijk een overweging, gelijke weging of onderweging van die sector ten opzichte van de benchmark.

In dit document worden bij iedere sector enkele ondernemingen uitgelicht uit onze Convictielijst Aandelen. Uitgebreide informatie over de genoemde ondernemingen is te vinden in de opinierapporten, die beschikbaar zijn via de website [Beleggingsinformatie](#).

Deze publicatie verschijnt twee keer per jaar. Tussentijds zullen er pagina's van dit document aangepast worden, wanneer 1) de opinie op een sector wordt gewijzigd, of 2) er iets wijzigt ten aanzien van de ondernemingen die in deze publicatie genoemd worden. Dit kan betrekking hebben op een wijziging in de samenstelling van de Convictielijst of opinie- en koersdoelwijzingen van de ondernemingen in de Convictielijst.

Van Lanschot Investment Research & Communication. Opsteller: Emile Broesterhuizen, Bob Stroeken, Jeroen Wahlen. Redactie: Jack Horvest, Danny Nuberg, Hester van Breugel.

Disclaimer

Appendix

Opgesteld door F. van Lanschot Bankiers N.V. op 7 augustus 2017

De uitbrenger van deze publicatie heeft geen persoonlijk belang in de genoemde financiële instrumenten

De inhoud van deze publicatie is een samenvatting gebaseerd op researchrapporten die zijn gepubliceerd door Morningstar en/of Kempen & Co N.V. ("Kempen & Co") en/of Kepler Cheuvreux zonder dat F. van Lanschot Bankiers N.V. (Van Lanschot) enige inhoudelijke toevoeging of wijziging heeft aangebracht die de inhoud of de strekking van de researchrapporten zou veranderen, het koersdoel en de beleggingsaanbeveling daarbij inbegrepen. Van Lanschot heeft toestemming verkregen van Morningstar, Kempen & Co en Kepler Cheuvreux voor het gebruik van haar research.

Van Lanschot is niet verplicht om (in het Nederlands gestelde) opinierapporten van Morningstar en Kempen & Co en Kepler Cheuvreux beschikbaar te stellen.

De strekking van deze publicatie en de daarin opgenomen opinies en aanbevelingen gelden per de dag van publicatie. De in deze publicatie opgenomen opinies en aanbevelingen kunnen, zodra wij daartoe aanleiding zien, zonder voorafgaand bericht worden gewijzigd.

De inhoud van deze publicatie is niet bedoeld als beleggingsadvies en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen. Een belegging in de in deze publicatie genoemde financiële instrumenten is mogelijk niet geschikt voor elke belegger, u dient de passendheid van een beleggingstransactie telkens te beoordelen in het licht van uw eigen omstandigheden en doelstellingen. Raadpleeg hiervoor uw beleggingsbeleggingsspecialist.

Morningstar, Kempen & Co, Kepler Cheuvreux en Van Lanschot aanvaarden geen enkele verantwoordelijkheid of aansprakelijkheid voor ongeacht welke kosten, verliezen of schade resulterend uit, dan wel op enigerlei wijze verbonden aan, enige beslissing genomen op basis van het gebruik van (delen van) de inhoud van deze publicatie.

Disclaimer Kepler Cheuvreux

In no circumstances, Kepler Cheuvreux may be held liable because of an irrelevant recommendation. Kepler Cheuvreux declines all responsibility with regard to the relevance, accuracy and opportuneness of the information provided in this Report. Kepler Cheuvreux shall not accept any liability of any nature whatsoever for any direct or indirect losses that may arise as a result of an investment based on this Report.

Ratingmethodiek Van Lanschot

Voor research op individuele aandelen werkt Van Lanschot samen met derde partijen. Dat houdt in dat we gebruik maken van effectenhuizen die gespecialiseerd zijn in beleggingsonderzoek op aandelen. Zij voeren het onderzoekswerk op individuele aandelen voor Van Lanschot uit. Deze partijen beschikken over een uitgebreid onderzoeksapparaat met toegewijde analisten die een scherpe focus hebben op bedrijven waar wij interesse in hebben. De opinies en visies die deze analisten ontwikkelen, nemen wij over in onze publicatie. Voor de internationale large caps, alsook enkele Benelux aandelen die niet door Kempen & Co (een volledige dochteronderneming van Van Lanschot) gevolgd worden, werkt Van Lanschot samen met Morningstar en Kepler Cheuvreux.

Van Lanschot hanteert het volgende systeem om de Morningstar Rating te vertalen naar de aandelenopinie van Van Lanschot:

1-2 sterren: Negatief

3 sterren: Neutraal

4-5 sterren: Positief

Van Lanschot hanteert het volgende systeem om de Kempen & Co rating te vertalen naar de aandelenopinie van Van Lanschot:

Verkopen: Negatief

Houden: Neutraal

Kopen: Positief

Van Lanschot hanteert het volgende systeem om de Kepler Cheuvreux aanbeveling te vertalen naar de aandelenopinie van Van Lanschot:

Reduce: Negatief

Hold: Neutraal

Buy: Positief

De beloning van de uitbrenger van deze publicatie is niet gekoppeld aan de door Van Lanschot verrichte zakenbanktransacties voor de bedrijven die in deze publicatie worden genoemd. Het is mogelijk dat zowel Van Lanschot als de aan haar gelieerde ondernemingen (short- of long-) posities hebben in financiële instrumenten die worden genoemd in deze publicatie. Ook doet de mogelijkheid zich voor dat Van Lanschot financiële diensten, zoals vermogensbeheer, verleent aan de bedrijven die in deze publicatie worden genoemd of hun medewerkers en/of hun pensioenfondsen of ten behoeve van hun winstdelingsregelingen, zoals aandelenoptieplannen of deze financiert. Van Lanschot heeft een beleid inzake de preventie van belangenconflicten. Dit beleid kunt u terugvinden op onze website www.vanlanschot.nl.

Van Lanschot staat als bank onder toezicht van De Nederlandsche Bank N.V., en is in het bezit van een vergunning op grond van artikel 2:11 van de Wft. Van Lanschot is tevens als beleggingsonderneming bij de AFM, Postbus 11723, 1001 GS, Amsterdam geregistreerd. De Stichting Administratiekantoor van gewone aandelen A Van Lanschot, houdt alle aandelen A van Van Lanschot.

Het is niet toegestaan dit opinierapport, geheel of gedeeltelijk te reproduceren, door te sturen of anderszins te verspreiden in welke vorm dan ook, zonder de voorafgaande schriftelijke toestemming van Van Lanschot, Kempen & Co, Kepler Cheuvreux en Morningstar.

