



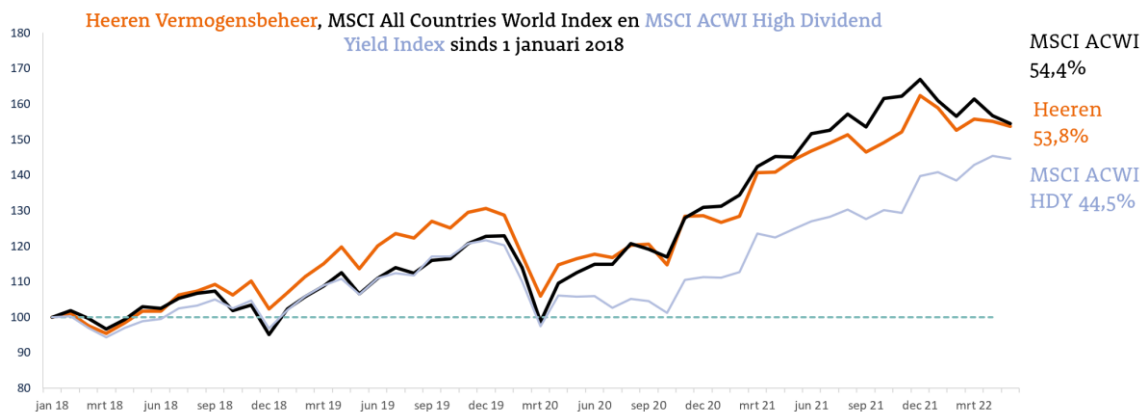
- Uitspraken Fed beperken verliezen op aandelenmarkten
- Onze aandelenkeuzes zorgen voor outperformance
- Nog geen einde aan rentestijging
- Vooruitzichten blijven onzeker, maar winstverwachtingen blijven goed

In deze nieuwsbrief informeren wij, de dividendbelegger van Nederland, u over onze beleggingen en onze visie op de markten. Wij beleggen voor onze cliënten wereldwijd in kwalitatief hoogwaardige individuele aandelen van ondernemingen met een aantrekkelijk dividendrendement. Het huidige dividendrendement op onze portefeuille 3,3%, vergeleken met 2,1% voor de wereldindex. Mocht u meer informatie willen, neem dan contact op met onze specialist Michel Schooneman.

Terugblik mei 2022

De marktomstandigheden in mei veranderden niet wezenlijk ten opzichte van die in april. Onzekerheid bleef troef. Daar kwam nog bij dat supermarktketens Target en WalMart bij de bekendmaking van de kwartaalcijfers meldten grote moeite te hebben om de gestegen kostprijzen door te berekenen aan de consumenten. Gezien de grote marktmacht van deze twee zagen beleggers dat als slecht nieuws voor de gehele consumptiegoederensector.

Vervolgens daalden ook de koersen van veel andere meer defensieve aandelen die nog redelijk stand hadden gehouden. Maar in de laatste week van mei herstelden de koersen weer enigszins nadat Fed voorzitter Powell de verwachting had uitgesproken dat de inflatiepiek in de VS in zicht is. Uiteindelijk sloot de MSCI ACWI index de maand af met een verlies van 1,4%. Behalve Japan (+0,1%) eindigden alle regio's in de min. Europa (-/-0,8%) presteerde het beste, de Pacific (-/-1,9%) het slechtst.



Dankzij de opnieuw stijgende olie- en gasprijzen was de energiesector in mei koploper met een rendement van 10,3%. Ook de rentegevoelige sectoren nutsbedrijven (+1,1%) en financiële diensten (+0,5%) wisten een – zij het kleine – winst te boeken. Alle andere sectoren boekten negatieve rendementen. Hekkensluiser was onroerend goed met een verlies van 5,3%. Ook consumptiegoederen (-/-4,9%) en duurzame consumptiegoederen (-/-4,4%) verloren flink. Sinds 1 januari is de sector duurzame consumptiegoederen de grootste achterblijver met een rendement van -/-18,7% terwijl consumptiegoederen het met -/-1,1% ruim beter presteert dan het marktgemiddelde.



Mei 2022			
Koplopers		Achterblijvers	
Inditex	13,1%	Pfizer	-10,4%
NXP Semiconductors	9,2%	Cisco	-9,5%
BASF	7,0%	Ahold Delhaize	-8,5%

In mei presteerde onze aandelenportefeuille licht beter dan de benchmark met een rendement van -/-0,87%. Dit was geheel te danken aan de aandelenkeuzes. Vooral die in de sector technologie, waar naast NXP ook alle andere aandelen behalve Cisco positieve rendementen boekten. Ook in de sectoren industrie (dankzij Caterpillar en Siemens) en duurzame consumptiegoederen (naast Inditex ook Starbucks) droeg de selectie bij aan het rendement. De sectorkeuzes kostten per saldo rendement, vooral het niet beleggen in de energiesector.

Onder invloed van de aanhoudend hoge inflatie stegen de kapitaalmarktrentes in de eurozone verder door in mei, zij het wat minder sterk dan in april. Eind mei stond de Duitse 10-jaars rente 0,25%-punt hoger op 1,1%, een niveau dat sinds medio 2014 niet meer was gezien. De 30-jaars rente steeg 35 basispunten en staat nu op 1,4%. In de andere grote eurolanden was de rentebeweging vergelijkbaar. De Italiaanse 10-jaars rente staat inmiddels op 3,1%.

De benchmark voor euro staatsobligaties verloor de afgelopen maand 1,8% en staat nu op een jaarverlies van 10,6%. De rente op euro *investment grade* bedrijfsobligaties steeg in mei met 0,3%-punt tot 2,4%, wat leidde tot een rendement van -/-1,2%. Deze categorie staat nu op een verlies van 8,7% sinds 1 januari. De Bloomberg Barclays euro obligatiebenchmark boekte in mei een negatief rendement van 1,5% en staat dit jaar nu 10% in de min. Onze obligatieportefeuille presteert vergelijkbaar met een verlies van 9,9%.

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark

	2019	2020	2021	mei	2022
Zeer Defensief	4,89%	3,27%	-2,26%	-1,39%	-9,42%
- benchmark	5,66%	3,82%	-2,74%	-1,44%	-9,55%
Defensief	12,20%	1,60%	6,23%	-1,21%	-7,97%
- benchmark	12,24%	5,04%	5,69%	-1,41%	-8,76%
Neutraal	16,62%	0,54%	11,97%	-1,09%	-7,03%
- benchmark	16,77%	5,65%	11,63%	-1,39%	-8,24%
Offensief	21,09%	-0,46%	17,76%	-0,97%	-6,13%
- benchmark	22,57%	6,18%	19,44%	-1,36%	-7,61%
Zeer Offensief	26,51%	-1,51%	25,12%	-0,83%	-5,05%
- benchmark	27,32%	6,41%	26,00%	-1,34%	-7,11%

Vooruitblik

De vooruitzichten voor de komende maanden blijven onzeker. In de VS liggen zowel de banengroei als de loonstijgingen nog altijd op een hoog niveau. Het gevaar dat de Federal Reserve de rente sterker dan verwacht gaat verhogen om de arbeidsmarkt af te koelen is dan ook nog niet geweken. In de eurozone is nog geen sprake van een loonprijsspiraal, maar de inflatie blijft door de hoge energieprijzen hardnekkig hoog. En ook hier is de vraag of bedrijven de gestegen inkoopkosten kunnen doorberekenen aan hun afnemers. Gelukkig



zijn er ook lichtpuntjes. De Chinese export groeide in mei boven verwachting wat hoop biedt dat de verstoring in productieketens afneemt. En ondanks voorzichtige uitspraken van vele bedrijven over de toekomstige winsten blijven analisten onverminderd optimistisch over de winstgroei-

verwachtingen. Voor de S&P 500 is de winstgroei-
verwachting voor 2022 licht verhoogd naar 9,4%, die voor 2023 bleef stabiel op iets minder dan 10%. Voor de Europese Stoxx 600 zijn analisten flink optimistischer geworden. De verwachting is nu dat de winsten in 2022 met 13% zullen groeien, begin april was dit nog

9,5%. De bedrijfscijfers over het tweede kwartaal geven hopelijk een eerste indicatie of het optimisme terecht is. Maar daar moeten wij nog een paar maanden op wachten. De winstgroei-
verwachting voor onze aandelenportefeuille voor 2022 en 2023 bleef stabiel op 6%. Gezien onze voorkeur voor bedrijven met een voorspelbare en stabiele winstgroei voelen wij ons daar comfortabel bij.



Bedrijfsprofiel: Inditex

Inditex (Industria de Diseno Textil oftewel textielontwerpbedrijf) is in 1963 in Spanje opgericht door Amancio Ortega. Onder zijn leiding is Inditex uitgegroeid tot een modegigant. Het is gemeten naar omzet het grootste modeconcern ter wereld. Naast het bekendste merk Zara behoren ook merken zoals Bershka, Pull&Bear, Stradivarius en Oysho tot het concern. Pas in 1988 werd (in Portugal) de eerste winkel buiten Spanje geopend. Eind 2020 was Inditex actief in 96 landen en heeft het ongeveer 7.500 winkels. Naast de fysieke winkels is het in 2007 ook gestart met de online verkoop van kleding. Het aandeel Inditex is sinds 2001 genoteerd op de Spaanse beurs.

Omzetontwikkeling

Bij de beursintroductie werd Inditex gewaardeerd op ongeveer EUR 9 miljard, de omzet was toen iets meer dan EUR 3 miljard. Momenteel is de marktkapitalisatie EUR 73 miljard en over het gebroken boekjaar 2021-2022 werd er een omzet gerealiseerd van bijna EUR 28 miljard. Over een periode van 21 jaar is het bedrijf dus ruim 8 keer meer waard geworden en is de omzet zelfs ruim 9 keer zo hoog. Het bedrijf is dus gemiddeld 10% per jaar meer waard geworden, de omzet is per jaar met 11% gestegen. De omzet over het afgelopen jaar was trouwens nog iets lager dan die van het boekjaar 2019-2020 als gevolg van de coronapandemie. Voor het huidige boekjaar wordt een recordomzet verwacht van ruim EUR 29 miljard, 6% hoger dan het jaar ervoor.

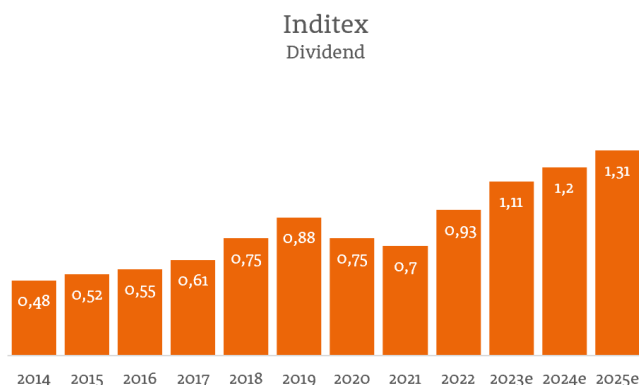


Wisseling van de wacht

In november 2021 werd Marta Ortega Pérez, de dochter van de oprichter, benoemd als bestuursvoorzitter van Inditex. In april 2022 is zij in deze functie gestart. Haar voorganger Pablo Isla is vanaf 2005 tot 2022 CEO en bestuursvoorzitter geweest en heeft in die periode het bedrijf behoorlijk weten te laten groeien. Zo is de beurskoers gestegen van EUR 4,34 per ultimo 2004 naar EUR 29,67 per eind november 2021, een jaarlijkse stijging van 12,0%. In dezelfde periode is de MSCI All Countries World Index gemiddeld met 9,0% per jaar gestegen. Sinds de benoeming van Marta Ortega Pérez is de koers van Inditex flink achtergebleven. Beleggers zijn onzeker of zij de succesvolle periode van Pablo Isla kan voortzetten. Vanaf het moment van haar benoeming tot eind mei dit jaar is de koers van Inditex met 24% gedaald. De MSCI ACWI daalde in die periode met 6,1%.

Waardering

Vanwege de bovengemiddelde omzet- en winstgroei is de waardering van Inditex door de jaren heen ook bovengemiddeld hoog geweest. Over de afgelopen 10 jaar schommelde de koers/winst verhouding rond de 30. Vanwege de onzekerheid of de nieuwe bestuursvoorzitter de groeivoet uit het verleden zal kunnen vasthouden is de koers/winst verhouding teruggezakt naar 20,5. Voor dit jaar verwachten analisten een winst per aandeel van EUR 1,15, bijna gelijk aan de piekwinst van EUR 1,17 in het boekjaar 2019-2020. Voor volgend jaar is de winstverwachting EUR 1,28 en voor het jaar erna EUR 1,37. Daarmee komt de koers/winst verhouding voor het boekjaar 2023-2024 uit op 17.



Verwachting

Ondanks dat Inditex de hoge groeivoet voor de omzet en winst van 10% of meer waarschijnlijk niet kan vasthouden verwachten analisten dat de omzet met ongeveer 5% per jaar zal kunnen blijven groeien. Dat is geen diskwalificatie van Marta Ortega Pérez, naarmate het concern groter wordt is het steeds lastiger om met hetzelfde percentage te blijven groeien. De winstgroei per aandeel zal de komende 2 jaar tussen de 6 en 8% per jaar uitkomen. Positief is ook dat uit de meest recente kwartaalcijfers blijkt dat Inditex in staat is geweest om de hogere grondstoffenprijzen door te berekenen aan de klanten. De brutomarge over het eerste kwartaal is zelfs iets gestegen, van 59,9% vorig jaar naar 60,1% in 2022. Ook de financiële huishouding van Inditex is voorbeeldig. De huidige kaspositie is ruim EUR 9 miljard, oftewel 12% van de marktwaarde. Het dividendrendement over 2023 op basis van de huidige koers komt uit op 4,7%. Wij vinden het aandeel Inditex nog altijd koopwaardig, het blijft dan ook onderdeel van onze aandelenportefeuille.



De informatie in deze nieuwsbrief is uitsluitend bedoeld voor algemene doeleinden en is uitdrukkelijk niet bedoeld als een advies of aanbeveling. Hoewel de informatie met de meeste zorg is samengesteld, kan Heeren Vermogensbeheer B.V. niet instaan voor de juistheid, volledigheid en actualiteit ervan. Heeren Vermogensbeheer B.V. heeft een vergunning als beleggingsonderneming van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en staat onder toezicht van de AFM en De Nederlandsche Bank.