

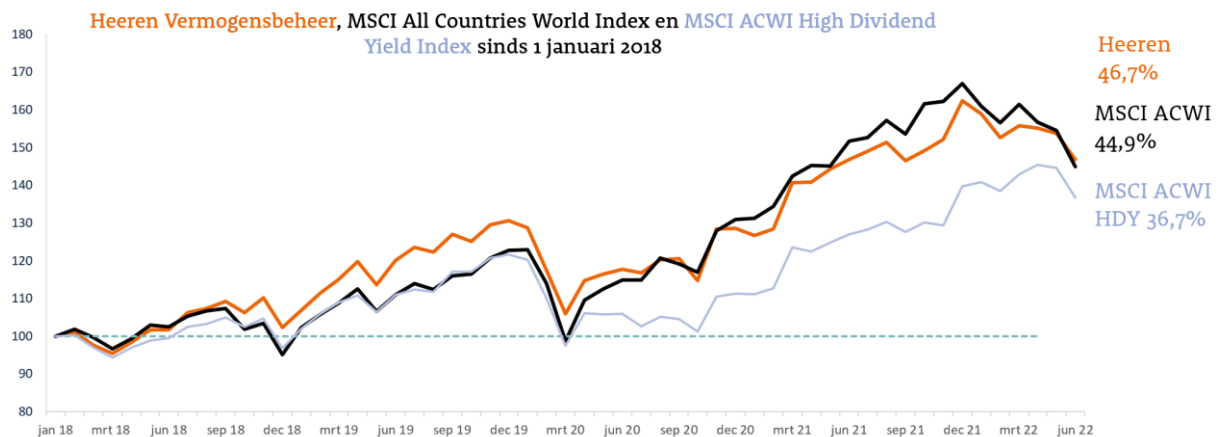


- Inflatie- en recessievrees drukken aandelen verder in het rood
- Onze portefeuille profiteert van focus op solide kwaliteitsaandelen
- Kapitaalmarktrentes in de eurozone op hoogste niveau sinds 2014
- Recessiekans neemt toe, maar winstvooruitzichten nog altijd goed

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 3,6%, vergeleken met 2,3% voor de wereldindex. Mocht u meer informatie willen, neem dan contact op met onze specialist Michel Schooneman.

## Terugblik juni 2022

Juni bracht aandelenbeleggers weinig bemoedigend nieuws. De inflatie bleef hoog, Rusland draaide de gaskraan naar Europa verder dicht en de kans dat de VS en Europa in een recessie zullen belanden nam verder toe. Dat de arbeidsmarkt in beide regio's nog altijd krap is en de consumentenbestedingen nog goed op peil blijven was slechts een schrale troost. Het positievere sentiment op de aandelenmarkten van eind mei hield dan ook niet lang stand. Vanaf de tweede week van juni doken de koersen omlaag en op 20 juni bereikte de MSCI ACWI een nieuw dieptepunt voor het jaar met een negatief rendement van 15,5% ten opzichte van eind 2021. In de laatste week trad enig herstel op dankzij beleggers die op het lagere niveau durfden in te stappen en eindigde onze benchmark de maand juni met een verlies van 6,2%. Alle regio's eindigden in de min. Europese aandelen presteerden relatief slecht met een negatief rendement van 11,5%, aandelen in opkomende markten relatief goed met een verlies van 5,8%.



Recessieangst was ook terug te zien in de performance van sectoren. De sector basismaterialen was de grootste verliezer (-/-13,0%) en ook de energiesector moest ondanks de nog altijd hoge olie- en gasprijzen een stap terug doen (-/-12,2%). Ook de technologiesector met veel groeiaandelen (-/-8,1%) en financiële diensten (niet echt een vluchthaven in een recessie, -/-7,8%) bleven achter. Bij de (relatieve) winnaars sprongen de traditioneel defensieve sectoren gezondheidszorg (-/-0,6%) en consumptiegoederen (-/-1,0%) eruit.



Juni 2022 Koplopers		Achterblijvers	
AbbVie	7,2%	Saint Gobain	-23,9%
Kellogg	6,3%	Siemens	-20,7%
IBM	6,0%	NXP Semiconductors	-19,5%

Met een negatief rendement van 4,6% bleef onze aandelenportefeuille de benchmark ruim vóór in juni. Onze grote posities in de sectoren gezondheidszorg en consumptiegoederen en het niet beleggen in de energiesector leverden daar de grootste bijdrage aan. Ook de aandelenkeuzes voegden rendement toe. Daarbij draaide het niet alleen om het in portefeuille hebben van winnaars zoals die in de tabel genoemde bedrijven, maar ook om het niet beleggen in een aantal hoog gewaardeerde groeiaandelen die in juni flink in koers daalden. Zo daalde in Nederland de koers van Just Eat Takeaway met 25% en die van ASML met 14%. In de VS verloor het veelgeprezen Nvidia 17% en moest Paypal 15% inleveren. Ook in het eerste halfjaar van 2022 presteerde onze aandelenportefeuille dankzij onze keuze voor

de minder

		Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark					
		2018	2019	2020	2021	jun	2022
"dure"	Zeer Defensief	-1,72%	4,89%	3,27%	-2,26%	-2,37%	-11,57%
	- benchmark	0,37%	5,66%	3,82%	-2,74%	-2,22%	-11,57%
kwaliteits- aandelen met	Defensief	-0,37%	12,20%	1,60%	6,23%	-3,00%	-10,73%
	- benchmark	-1,06%	12,24%	5,04%	5,69%	-3,37%	-11,84%
een verlies van	Neutraal	0,46%	16,62%	0,54%	11,97%	-3,41%	-10,20%
	- benchmark	-2,08%	16,77%	5,65%	11,63%	-4,14%	-12,04%
9,6% ruim beter	Offensief	1,29%	21,09%	-0,46%	17,76%	-3,82%	-9,72%
	- benchmark	-3,44%	22,57%	6,18%	19,44%	-5,10%	-12,32%
dan de MSCI	Zeer Offensief	2,16%	26,51%	-1,51%	25,12%	-4,34%	-9,17%
	- benchmark	-4,59%	27,32%	6,41%	26,00%	-5,86%	-12,56%
ACWI die een							
negatief							
rendement van							
13,2% boekte.							

Na een periode van relatieve rust in mei stegen de euro-kapitaalmarktrentes in juni rap verder en piekte de Duitse 10-jaars (voorlopig) op 1,76%. In de laatste week van juni sloeg de recessievrees ook op de obligatiemarkt toe en daalden de rentes weer wat. De Duitse 10-jaars rente zakte terug tot 1,4% eind juni. In de afgelopen maand liepen ook de spanningen binnen het eurogebied op. Door twijfels over het Italiaanse begrotingsbeleid liep het renteverskil op 10-jaars papier met Duitsland op van 2% eind mei tot 2,4% medio juni. Na uitspraken van de ECB om te zullen ingrijpen wanneer het renteverskil te groot wordt daalde de *spread* weer tot onder de 2%. In het kielzog van de rentebeweging op staatsobligaties steeg de rente op *investment grade* bedrijfsobligaties met 0,8%-punt tot 3,2%. Door dit alles verloor onze obligatiebenchmark 2,3% in juni en staat nu ruim 12% lager dan eind 2021. Dit is het grootste verlies op de obligatiemarkten sinds het "rampjaar" 1994. Onze obligatieportefeuille presteerde zowel in juni als in het eerste halfjaar in lijn met de benchmark.



## Vooruitblik

Steeds meer financiële instellingen, centrale banken en instituties schatten de kans op een recessie in de VS en Europa hoog in. Volgens sommigen bevinden de VS zich zelfs al in een recessie. De vraag lijkt nu eerder te zijn hoe diep de recessie zal zijn. Dat zou op zich mee kunnen vallen, want ondanks een sterk gedaald consumentenvertrouwen in veel landen blijft de particuliere consumptie nog goed op peil. En in veel landen en sectoren is de arbeidsmarkt onverminderd krap. Intussen daalt de prijs van veel grondstoffen en leiden hogere hypotheekrente tot een afkoeling van overkokende huizenmarkten. Dat zou een reden voor centrale banken kunnen zijn om de rente niet al te agressief verder te verhogen. De grote vraag is natuurlijk in hoeverre deze vooruitzichten al verdisconteerd zijn in de gedaalde aandelenkoersen. De sleutel daarvoor ligt bij de ontwikkeling van de bedrijfswinsten dit en volgend jaar.

En wanneer de analisten het bij het rechte eind hebben ziet die er nog altijd prima uit. Voor de S&P 500 is de winstgroeiervachting voor 2022 nog marginaal verhoogd naar 9,5%, die voor 2023 werd iets verlaagd naar 9,3%. Voor de Europese Stoxx 600 zijn analisten zelfs nog optimistischer geworden. De verwachting is nu dat de winsten in 2022 met 14,8% zullen groeien, vorige maand was dat nog 13%. Wij zien graag een bevestiging van dit optimisme, maar daarvoor zullen wij in elk geval moeten wachten op de cijfers over het tweede kwartaal. Tot er meer duidelijkheid over de winstontwikkeling is zal de volatiliteit waarschijnlijk hoog blijven. De winstgroeiervachting voor onze aandelenportefeuille voor 2022 en 2023 bleef stabiel op respectievelijk 10% en 6%. Gezien onze voorkeur voor bedrijven met een voorspelbare en stabiele winstgroei voelen wij ons daar comfortabel bij.

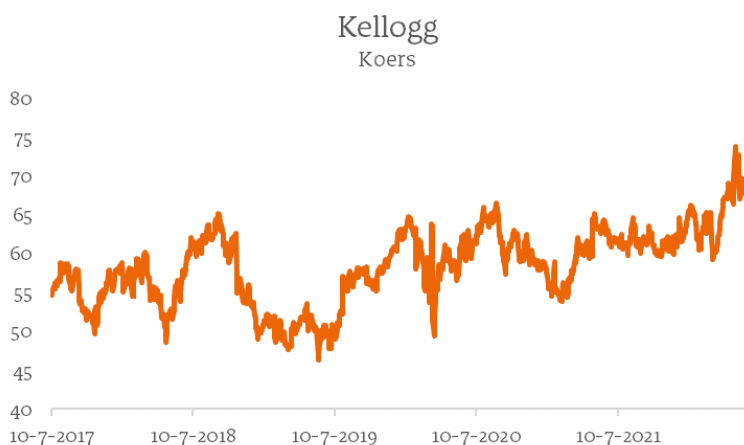
## Kellogg

De in 1897 opgerichte Kellogg Company is een Amerikaanse producent van voedingsmiddelen. Het is de grootste producent van ontbijtgranen, vooral bekend van Kellogg's cornflakes. Daarnaast is Kellogg ook de op een na grootste producent van snacks, na marktleider Pepsico. De grote positie als snackproducent is ontstaan na de overname van Pringles in 2012. Kellogg behaalt 54% van de omzet in de Verenigde Staten, 17% in Europa, 18% in Azië en 11% in de rest van de wereld. Eind 2021 had het bedrijf 31.000 werknemers in dienst.



## Inflatie

Aandelenmarkten zijn de afgelopen maanden in de greep geweest van de sterk oplopende inflatie. Uit angst voor teruglopende winsten hebben beleggers aandelen van veel bedrijven in de verkoop gedaan wat tot forse koersdalingen heeft geleid. Maar niet alle bedrijven zijn even kwetsbaar voor inflatie. Zolang een bedrijf in staat is om de gestegen grondstofprijzen door te berekenen in de prijs van de eindproducten kan de omzet meestijgen en de winst op peil blijven of zelfs stijgen. Zeker als het bedrijf een sterke marktpositie en een stabiele tot groeiende vraag naar zijn producten heeft. Bij de rapportage van de eerste kwartaalcijfers over 2022 heeft Kellogg laten zien hiertoe in staat te zijn. Dit is ook terug te zien in de koersontwikkeling van het aandeel dit jaar. In dollars bedroeg het totaalrendement dit jaar 13%, in euro's zelfs 22%.



## Splitsing

Onlangs heeft Steve Cahillane, de CEO van Kellogg, aangekondigd het bedrijf te willen gaan opsplitsen in drie zelfstandige onderdelen. Het doel van deze opsplitsing is om de volgens het management aanwezige verborgen waarde zichtbaar te maken. Het grootste en ook snelst groeiende onderdeel is Global Snacking, in het boekjaar 2021/22 goed voor een omzet van USD 11,4 miljard. Dit was 81% van de totale omzet van Kellogg. De EBITDA van Global Snacking is USD 2 miljard. Omdat concurrent Mondelez wordt verhandeld tegen 15 maal de EBITDA, zou de waarde van dit onderdeel op USD 30 miljard uit kunnen komen.

De geplande eerste spin-off is echter North America Cereal, dit onderdeel bevat namen zoals Corn Flakes, Special K, Pops en Rice. Dit zijn merken die vooral in de Verenigde Staten erg bekend zijn. De omzet van deze divisie is USD 2,4 miljard, volledig afkomstig uit Noord Amerika. De EBITDA is USD 250 miljoen. Concurrenten zoals General Mills worden verhandeld tegen 14 maal de EBITDA. Dit zou een waardering van ongeveer USD 3,5 miljard betekenen.

De tweede spin-off is Plant Co, een plantaardig voedingsmiddelenbedrijf. Dit is het kleinste te verzelfstandigen onderdeel. De omzet is slechts USD 340 miljoen, de EBITDA USD 50 miljoen. Concurrenten zoals Beyond Meat boeken nog geen winst maar worden gewaardeerd op 2 tot 4 maal de omzet. Als Plant Co op 3 maal de omzet gewaardeerd wordt, zou dit onderdeel USD 1 miljard waard zijn.

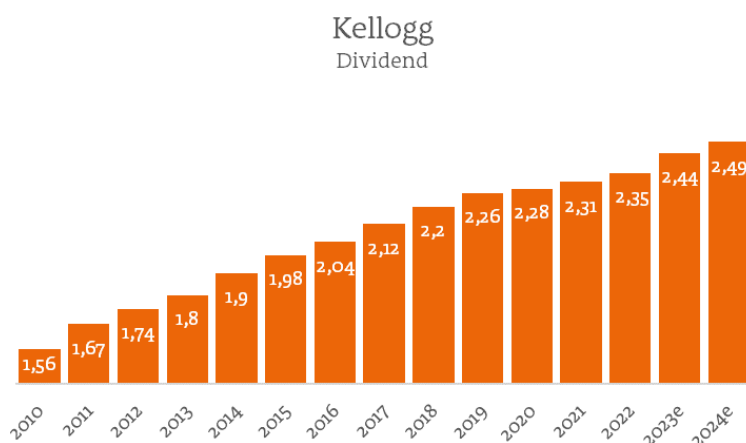
De som van de onderdelen van Kellogg zou dus na splitsing op USD 34,5 miljard uit kunnen komen. De schuldenpositie is ongeveer USD 6,5 miljard waarmee de netto bedrijfswaarde op USD 28 miljard zou komen. De huidige marktkapitalisatie van Kellogg is USD 24,5 miljard.



De verborgen waarde is dan USD 3,5 miljard. Als die eruit komt zou de som der delen 14% meer waard moeten zijn dan de huidige waarde. Het management heeft de verwachting uitgesproken dat de afsplitsingen eind volgend jaar afgerond zullen zijn.

### Huidige waardering

De waardering van het aandeel Kellogg is dit jaar gestegen omdat de koers sterker is gestegen dan de winst. De koers/winst verhouding over 2022 is nu 17,6 tegen 16,3 voor de MSCI All Countries World Index. Het dividendrendement van 3,2% ligt nog wel ruim boven de 2,3% van de MSCI ACWI. Ten opzichte van het sectorgemiddelde is Kellogg wel lager gewaardeerd. De koers/winst verhouding voor de sector consumptiegoederen is 20,2 en het dividendrendement 2,7%. Nu er veel onrust is op de aandelenmarkten zijn beleggers bereid om meer te betalen voor stabiele bedrijven. Zolang de markten onrustig blijven zullen de



koersen van bedrijven in de sector consumptiegoederen het zeer waarschijnlijk relatief goed blijven doen.

### Opinie

Wij blijven positief over het aandeel Kellogg. Vanwege de redelijk goed te voorspellen omzet- en winstgroei in combinatie

met een aantrekkelijk dividend geeft het rust en stabiliteit in een portefeuille in deze onzekere tijden. Het opsplitsen van het bedrijf kan een stimulans voor de koers zijn, al verwachten wij daar niet veel extra rendement van. De verborgen waarde moet er eerst daadwerkelijk uitkomen en daarnaast is de periode om de splitsing af te ronden van anderhalf jaar ook lang.

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.