

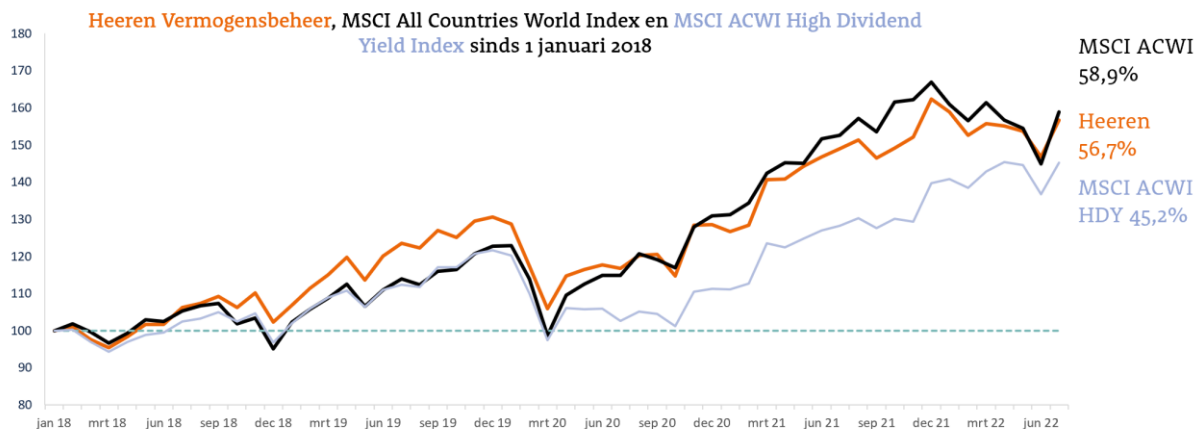


- Sterk herstel aandelenmarkten in juli
- Hoog gewaardeerde groeiaandelen maken een comeback
- Kapitaalmarktrentes dalen door recessievrees
- Omgevingsfactoren voor financiële markten blijven uitdagend

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 3,4%, vergeleken met 2,2% voor de wereldindex. Mocht u meer informatie willen, neem dan contact op met onze specialist Michel Schooneman.

Terugblik juli 2022

Na het pessimisme in juni richtten aandelenbeleggers zich in juli juist op de lichtpuntjes: dalende kapitaalmarktrentes en per saldo goede tweede kwartaalcijfers van Amerikaanse bedrijven. En niet op de nog altijd hoog blijvende inflatie, de renteverhogingen door Fed en ECB, de verdere vermindering van Russische gasleveringen aan Europa en de oplopende spanningen tussen de VS en China. Met zo nu en dan een kleine pauze steeg de MSCI ACWI gestaag en sloot de maand af met een rendement van 9,7% in euro. De sterkere dollar, die medio juli even pariteit met de euro bereikte, droeg hier ook aan bij. Met een rendement van 11,8% presteerden Noord-Amerikaanse aandelen veruit het best. Alle andere regio's bleven achter bij de MSCI ACWI, vooral de opkomende markten die door de slechte prestaties van Chinese aandelen (-/-7%) bleven steken op een plus van 2,3%.



Technologie (+15,0%) en duurzame consumptiegoederen (+14,7%), allebei sectoren met veel hoog gewaardeerde groeiaandelen, waren de grote winnaars in juli. Deels dankzij de lagere rente, maar de sterke koersdalingen in juni zullen ook een rol gespeeld hebben. Sinds 1 januari staan beide sectoren overigens nog fors in de min. Ook de sector industrie behoorde tot de outperformers met een rendement van 11,7%. De energiesector (+9,1%) bleef redelijk in de buurt van de benchmark, de overige sectoren bleven verder achter. De grootste achterblijvers communicatiediensten (+4,3%), gezondheidszorg (+5,8%) en basismaterialen (+6,0%) kenden niet echt een gemene deler.



Juli 2022		Achterblijvers	
Koplopers			
NXP Semiconductors	27,1%	IBM	-5,7%
Corning	18,8%	AbbVie	-4,6%
Texas Instruments	18,6%	Allianz	-2,6%

Ook in onze aandelenportefeuille waren de technologieaandelen de grote winnaars. Maar door de mindere performance van IBM en Intel (dat teleurstellende kwartaalcijfers presenteerde) bleef onze selectie in deze belangrijke sector toch achter bij de benchmark. Ook onze aandelenkeuzes in gezondheidszorg (naast AbbVie bleven ook Pfizer en GlaxoSmithKline achter) en duurzame consumptiegoederen (door het achterblijven van Garmin en VF Corp) kostten performance. Al met al kwam het rendement van onze portefeuille in juli uit op 6,8%. Sinds 1 januari blijft onze portefeuille (-/-3,4%) de MSCI ACWI (-/-4,8%) nog vóór.

Terwijl de Federal Reserve en de ECB de rente verhoogden om de inflatie te beteugelen verschoof de aandacht van Europese obligatiebeleggers naar de toenemende kans op een recessie. De euro-kapitaalmarktrentes daalden in juli over de gehele linie. In de grote eurolanden Duitsland, Frankrijk en Spanje daalden zowel 10-jaars als de 30-jaars rente met ruim 0,5%-punt. De Duitse 10-jaars rente stond eind juli op 0,85%, bijna een vol procentpunt lager dan de top medio juni. In Italië zakten zowel de 10-jaars als de 30-jaars rente met slecht 0,25% door de toegenomen onzekerheden over het economisch beleid na het opstappen van premier Draghi. De benchmark voor euro-staatsobligaties won 4,1% in juli en maakte daarmee 1/3 deel van het eerdere verlies in 2022 goed.

De rente op *investment grade* bedrijfsobligaties profiteerde van de positieve stemming op de aandelenmarkten en daalde met 0,85%-punt tot 2,4%. Dankzij ons groter dan gemiddelde belang in deze obligatiecategorie

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark						
	2018	2019	2020	2021	jul	2022
Zeer Defensief	-1,72%	4,89%	3,27%	-2,26%	4,23%	-7,83%
- benchmark	0,37%	5,66%	3,82%	-2,74%	3,93%	-8,09%
Defensief	-0,37%	12,20%	1,60%	6,23%	4,92%	-6,34%
- benchmark	-1,06%	12,24%	5,04%	5,69%	5,60%	-6,90%
Neutraal	0,46%	16,62%	0,54%	11,97%	5,39%	-5,37%
- benchmark	-2,08%	16,77%	5,65%	11,63%	6,71%	-6,14%
Offensief	1,29%	21,09%	-0,46%	17,76%	5,85%	-4,44%
- benchmark	-3,44%	22,57%	6,18%	19,44%	8,09%	-5,22%
Zeer Offensief	2,16%	26,51%	-1,51%	25,12%	6,44%	-3,32%
- benchmark	-4,59%	27,32%	6,41%	26,00%	9,20%	-4,51%

boekte onze obligatieportefeuille een rendement van 4,5% in juli. En presteerde daarmee beter dan onze obligatiebenchmark die 4,1% hoger eindigde.

Vooruitblik

De tweede kwartaalcijfers van Amerikaanse bedrijven mogen dan over het geheel genomen meevallen, de onderliggende trend is niet alleen positief. Inmiddels heeft bijna 60% van de S&P 500 bedrijven cijfers gepubliceerd, wat een goede basis geeft voor de verwachtingen voor de gehele S&P 500. Analisten verwachten nu een jaar-op-jaar winstgroei in het tweede kwartaal van 2022 van 7,7% voor de S&P 500. Een maand geleden was dat nog 5,7%. Maar



dit is vooral te danken aan de energiesector. Exclusief energie verwachten zij een daling met 2,6%. Naast de energiesector, die de winst ziet verviervoudigen, laten ook de sectoren industrie (+30%) en basismaterialen (+18%) naar verwachting een mooie winstgroei zien. Technologie (+2%) en consumptiegoederen (+1%) boeken bijna geen groei terwijl financiële diensten (-/-22%), communicatiediensten (-/-17%), duurzame consumptiegoederen (-/-12%) en nutsbedrijven (-/-9%) flink lagere winsten zullen boeken. `

Voor de verwachtingen voor geheel 2022 is het beeld vergelijkbaar. Energie, industrie en basismaterialen boeken sterke winststijgingen, terwijl de overige sectoren beperkt groeien of dalingen laten zien. De verwachte winstgroei voor de S&P 500 voor 2022 is nu 8,6%. Dat is vrijwel gelijk aan de verwachting in april (+8,8%) maar onderliggend is het beeld gekanteld. Het effect van hoge energie- en grondstoffenprijzen wordt steeds duidelijker zichtbaar. Voor 2023 is de winstgroeiervachting 8,2% tegen 9,3% een maand geleden, vooral door lagere ramingen voor de sectoren energie en basismaterialen. Analisten gaan duidelijk uit van dalende energie- en grondstoffenprijzen.

Van de Europese index, de Stoxx 600, hebben pas 100 bedrijven tweede kwartaalcijfers gepubliceerd, maar het beeld is heel vergelijkbaar met dat voor de S&P 500, zij het dat meer sectoren winstgroei zullen laten zien. Ook het beeld voor geheel 2022 is vergelijkbaar, de energiesector zorgt voor het leeuwendeel van de groei. Analisten verwachten nu 16,2% winstgroei voor de Stoxx 600 tegen 14,2% vorige maand, ook hier dankzij hogere taxaties voor olie- en gasbedrijven.

In de kwartaalcijfers zien wij steun voor onze overtuiging dat het nu nog meer dan anders belangrijk is om te beleggen in aandelen van bedrijven met sterke marktposities. Die zijn het beste in staat om gestegen inkoopkosten door te berekenen in hun productprijzen. Unilever is daar een mooi voorbeeld van. Deze bedrijven, vooral zij die producten of diensten leveren die consumenten of bedrijven nodig hebben, zullen ook in een recessie hun omzet en winst beter vast weten te houden.

De winstgroeiervachting voor 2022 voor onze aandelenportefeuille, die geen bedrijven in de sectoren energie of basismaterialen bevat, is nu 8% tegen 10% vorige maand. De verwachting voor 2023 bleef stabiel op 6%. Gezien onze voorkeur voor bedrijven met een voorspelbare en stabiele winstgroei voelen wij ons daar comfortabel bij.

GlaxoSmithKline

GlaxoSmithKline, afgekort GSK, is een van de grootste farmaceutische ondernemingen ter wereld. GSK ontstond in 2000 door de fusie van Glaxo Wellcome en SmithKline Beecham. De geschiedenis van Glaxo Wellcome gaat terug tot 1873. De Beecham group is nog ouder, deze werd opgericht in 1848. De omzet van GSK bedroeg in 2021 GBP 34 miljard. Daarvan werd 44% in de Verenigde Staten behaald, 23% in Europa en 33% in de rest van de wereld. GSK had tot voor kort de activiteiten verdeeld over drie onderdelen: geneesmiddelen (52% van de omzet), vaccins (20%) en gezondheidsproducten voor consumenten (28%). De belangrijkste geneesmiddelen zijn bestemd voor longzorg en urologie, daarnaast biedt GSK



vaccins tegen onder andere griep en hersenvliesontsteking. De consumentenproducten, die zijn ondergebracht in een joint venture waarvan GSK 68% houdt en Pfizer 32%, zijn onlangs afgesplitst en apart naar de beurs gebracht onder de naam Haleon.

Haleon

De afsplitsing van de consument gerelateerde gezondheidsproducten is op 18 juli van dit jaar voltooid met de beursnotering van Haleon. De bestaande aandeelhouders van GSK hebben een positie van ongeveer 55% gekregen in Haleon. GSK en Pfizer hebben eerder al aangekondigd dat zij hun belangen van respectievelijk ruim 13% en 32% op termijn zullen verkopen. Ondanks dat Haleon een afsplitsing is, is het meteen wel een van 's werelds grootste producenten van consument gerelateerde gezondheidsproducten. Het bedrijf produceert onder andere tandpasta zoals Sensodyne en Aquafresh en pijnstillers met als bekendste merknaam Voltaren. Voor het huidige jaar wordt een omzet verwacht van bijna GBP 11 miljard. Ter vergelijking de omzet van Colgate Palmolive wordt voor 2022 op bijna USD 28 miljard geschat. De huidige marktwaarde van Haleon is GBP 28 miljard.

GSK na de afsplitsing

De reden voor de afsplitsing van de consument gerelateerde producten is dat GSK verwacht sneller te kunnen groeien door zich te concentreren op merkgeneesmiddelen en vaccins. De verwachting is dat de verkopen hiervan in ieder geval in de komende 5 jaar sneller zullen groeien dan de afgesplitste consumentengoederen. Deze groei zal mede komen uit het gordelroosvaccin Shingrix en de langwerkende hiv medicijnen Cabenuva en Apretude. Ook zijn er goede verwachtingen voor Trelegy, een nieuwe generatie medicijn tegen ademhalingsfalen. De genoemde medicijnen zijn allemaal al in verkoop, hebben het afgelopen kwartaal sterke winsten laten zien en hebben nog een groot potentieel. Groei GSK en Haleon

Ondanks dat de afsplitsing van Haleon voor een hogere groei van GSK moet zorgen is dat de komende twee jaar nog niet zichtbaar. Voor Haleon verwachten analisten voor de twee komende jaren een gemiddelde jaarlijkse omzetgroei van 4,7% en een gemiddelde winstgroei van 10,6%. Voor GSK ligt de verwachte jaarlijkse omzetgroei op 3,5% en de winstgroei op 8,4%. GSK wordt momenteel door 24 analisten gevolgd en Haleon door 11. Dit maakt de voorspelling van Haleon mogelijk iets minder nauwkeurig. GSK heeft bij de afsplitsing aangegeven dat de verwachte snellere winstgroei van GSK vooral gaat gelden voor de komende 5 jaren. Dit betekent dat de groei van GSK vanaf 2024 flink moet gaan aantrekken. Beide bedrijven zullen zich moeten bewijzen en ook analisten hebben natuurlijk tijd (en resultaten van de nieuwe bedrijven) nodig om een goede inschatting te maken van toekomstige omzetten en winsten.



Huidige waardering

Het aandeel GSK was voor de afsplitsing onderdeel van de sector gezondheidszorg. Na de splitsing behoort GSK logischerwijs nog steeds tot deze sector. Haleon valt onder de sector consumptiegoederen. Voor GSK is de koers/winst verhouding voor 2023 13,4. Voor de sector gezondheidszorg is het gemiddelde 17,0 en voor de

MSCI All Countries World Index is de verhouding 15,0. Op het eerste gezicht oogt GSK dan ook goedkoop ten opzichte van de sector en de markt. Maar de verwachte winstgroei voor de sector gezondheidszorg is met 22% dan ook veel hoger dan de 13% van GSK. De koers/winst verhouding van 15,1 van Haleon voor 2023 is in lijn met het marktgemiddelde maar wel fors lager dan de 19,6 voor de sector consumptiegoederen. Concurrent Colgate-Palmolive heeft zelfs een koers/winst verhouding van 24,5.

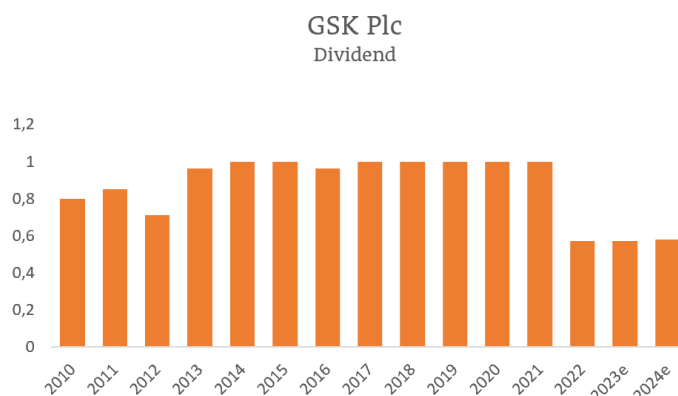


Conclusie

GSK moet laten zien dat de winstgroei na de afsplitsing van Haleon kan versnellen. Als dit gebeurt kan de waardering naar het sectorgemiddelde en is er nog veel koerspotentie. Gebeurt dit niet of niet snel genoeg dan bieden het dividendrendement van 3,4% en de lage waardering steun rondom de huidige koers.

Wij vinden GSK dan ook

koopwaardig. Ook het aandeel Haleon oogt aantrekkelijk. Het huidige dividendrendement van Haleon is slechts 1% maar voor volgend jaar wordt een forse verhoging van het dividend verwacht. Wel heeft Haleon een relatief hoge schuldenpositie van 3,7 maal de winst voor aftrek van rentekosten, afschrijvingen en afboekingen (EBITDA). En ook de voorgenomen verkoop van de belangen van Pfizer en GSK kan een koersstijging voorlopig in de weg staan. Vanwege deze onzekerheden hebben wij een neutrale opinie voor Haleon.



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.