

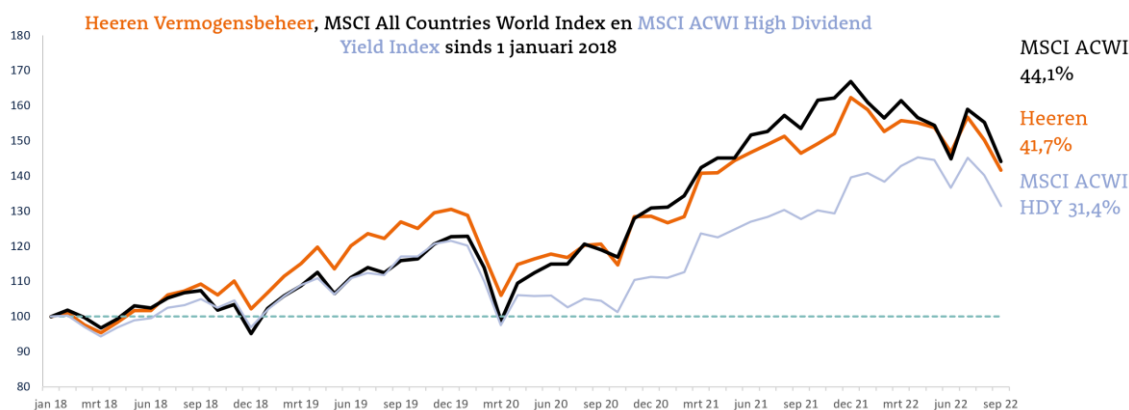


- Aandelenmarkten eindigen september op nieuw dieptepunt
- Onze aandelenportefeuille profiteert van defensieve keuzes
- Euro-obligatiemarkten ook naar nieuwe dieptepunten
- Onzekerheid blijft troef, wij houden vast aan ons beleid

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 is 3,9%, vergeleken met 2,5% voor de wereldindex. Mocht u meer informatie willen, neem dan contact op met onze specialist Michel Schooneman.

Terugblik september 2022

Op de verkoopgolf eind augustus volgde een kort herstel, maar al snel kreeg het pessimisme onder aandelenbeleggers weer de overhand. Met de hoge inflatie, geopolitieke onrust en een naderende recessie hadden zij ook weinig reden tot vrolijkheid. Met zo nu en dan een enkele plus-dag daalden de koersen gestaag. Met een negatief rendement van 7,2% voor de MSCI ACWI was september de slechtste maand van het lopende jaar. Europese (-/-6,3%) en Noord-Amerikaanse (-/-6,9%) aandelen presteerden iets beter dan het gemiddelde. De overige regio's bleven achter met de opkomende markten als hekkensluiter met een verlies van 9,4%. Dit was vooral te wijten aan de flinke koersverliezen van Chinese aandelen (-/-12,3%).



Alle sectoren boekten negatieve rendementen in september. Door de dalende olieprijs eindigde ook de energiesector (-/-7,2%) in de min. De hogere rente speelde vooral sectoren als onroerend goed (-/-10,3%), technologie (-/-10,1%) en communicatiediensten (-/-10,0%) parten. De traditioneel meer defensieve sectoren gezondheidszorg (-/-1,7%) en consumptiegoederen (-/-5,1%) presteerden het beste. Financiële diensten (-/- 5,7%) hield het verlies juist beperkt dankzij de stijgende rente.

September 2022			
Koplopers		Achterblijvers	
Roche	5,1%	VF Corp	-25,0%
Starbucks	2,4%	Intel	-16,4%
AbbVie	2,4%	United Parcel Service	-14,2%



Portefeuille Heeren

Met een rendement van $-/-5,7\%$ deed onze aandelenportefeuille het beter dan de benchmark. Dit was zowel aan de sector- als aan de aandelenkeuzes te danken. Onze bovengemiddeld grote posities in de sectoren consumptiegoederen en gezondheidszorg pakten goed uit, evenals het niet beleggen in communicatiediensten. De positieve bijdrage van de aandelenkeuzes kwam vooral uit de namen in consumptiegoederen (Unilever, Haleon en Kellogg), gezondheidszorg (naast Roche en AbbVie ook CVS en Pfizer) en technologie (IBM en Texas Instruments).

Rente

De begin augustus ingezette stijging van de kapitaalmarktrentes in de eurozone hield in september aan. De Duitse 10-jaars steeg met $0,6\%$ -punt naar $2,1\%$ eind september. In Frankrijk en Spanje was de stijging vergelijkbaar. In Italië zorgde onrust over de verkiezingswinst van een ultrarechts-nationalistische partij voor een iets grotere stijging. De 10-jaars rente in Italië staat inmiddels op $4,5\%$. De 30-jaars rente in Duitsland steeg iets minder en ligt nu op hetzelfde niveau als de 10-jaars rente. In Frankrijk en Spanje is het écart nog maar $0,3\%$ -punt, in Italië ligt de 30-jaars rente nu $0,1\%$ -punt lager dan de 10-jaars. Een recessie lijkt hiermee al ingeprijsd. Het rendement op *investment grade* bedrijfsobligaties steeg, mede door de malaise op de aandelenmarkten, in de afgelopen maand met $0,9\%$ -punt tot $4,2\%$. Door dit alles verloor onze obligatiebenchmark $3,7\%$ in september en staat nu $16,2\%$ lager dan eind 2021. Dit is het grootste verlies op de obligatiemarkten sinds het “rampjaar” 1994.

Onze obligatieportefeuille presteert met een rendement van $-/-3,4\%$ in september en $-/-15,8\%$ in het lopende jaar iets beter dan de benchmark.

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark

	2018	2019	2020	2021	sep	2022
Zeer Defensief	-1,72%	4,89%	3,27%	-2,26%	-3,20%	-15,03%
- benchmark	0,37%	5,66%	3,82%	-2,74%	-3,50%	-15,41%
Defensief	-0,37%	12,20%	1,60%	6,23%	-3,89%	-14,04%
- benchmark	-1,06%	12,24%	5,04%	5,69%	-4,55%	-14,57%
Neutraal	0,46%	16,62%	0,54%	11,97%	-4,35%	-13,41%
- benchmark	-2,08%	16,77%	5,65%	11,63%	-5,25%	-14,05%
Offensief	1,29%	21,09%	-0,46%	17,76%	-4,80%	-12,82%
- benchmark	-3,44%	22,57%	6,18%	19,44%	-6,12%	-13,45%
Zeer Offensief	2,16%	26,51%	-1,51%	25,12%	-5,36%	-12,13%
- benchmark	-4,59%	27,32%	6,41%	26,00%	-6,82%	-13,00%

Vooruitblik

Hoewel de wereldwijde aandelenmarkten in de eerste dagen van oktober licht hersteld zijn van de verkoopgolf in september is de kou nog lang niet uit de lucht. In Europa breken inflatiecijfers nog steeds nieuwe records, zodat ook de verwachtingen over verdere renteverhogingen door de ECB opwaarts worden bijgesteld. Ook in de VS lijkt het inflatietempo voorlopig nog niet af te zwakken. De steunpakketten die veel Europese regeringen optuigen om de pijn van hoge energieprijzen te verzachten zijn prettig voor



burgers en (kleine) bedrijven, maar kostbaar. Financiering via de staatsschuld kan de kapitaalmarktrente verder opstuwten, snijden in andere begrotingsposten kan de toch al kwetsbare economische groei verder afremmen. Samen met de eerder toe- dan afnemende geopolitieke spanningen zijn er dus genoeg factoren die kunnen zorgen voor aanhoudende turbulentie op de financiële markten. Heel vervelend, maar wij gaan niet proberen om hierop in te spelen. Wij houden vast aan onze ongeveer neutrale posities in zowel aandelen als obligaties. En blijven doen wat wij als kern van ons beleggingsbeleid zien: het selecteren van solide bedrijven met sterke posities in groeiende markten met een redelijke waardering en een bovengemiddeld dividendrendement.

Haleon

Haleon is dit jaar ontstaan als afsplitsing van GlaxoSmithKline (GSK). Ondanks dat Haleon een afsplitsing is, is het meteen een van 's werelds grootste fabrikanten van gezondheidsproducten voor consumenten. Het bedrijf produceert onder andere tandpasta's zoals Sensodyne en Aquafresh en pijnstillers met als bekendste merknaam Voltaren. Haleon is wereldwijd actief, 40% van de omzet komt uit de regio Europa, het Midden-Oosten, Afrika en Zuid Amerika, 37% uit Noord-Amerika en 23% uit Azië. Haleon is in 170 landen aanwezig en heeft meer dan 22.000 werknemers in dienst.

Recessie bestendig

Naast de verkoop van tandpasta en pijnstillers verkoopt Haleon ook receptvrije medicijnen tegen koorts en griep, medicijnen op het gebied van spijsvertering zoals tabletten tegen maagzuur en vitamine supplementen. De vraag naar deze producten is grotendeels recessiebestendig. Er heerst momenteel onzekerheid of de economie in veel landen in een recessie gaat belanden of dat in sommige gevallen zelfs al zo is. Hiervan was nog niets te merken in de halfjaarcijfers van Haleon. De omzet is met 13,4% gestegen, waarvan 11,6% door autonome groei. Hiervan kwam 3,7% van hogere prijzen en 7,9% door een hogere afzet.

Groei

Analisten verwachten dat de omzet van Haleon dit jaar op GBP 10,8 miljard uitkomt, voor 2023 is de consensus een 7,5% hogere omzet. Voor 2024 verwachten zij een verdere omzetsijging van 4,3%. De winst zal naar verwachting de komende twee jaar met 13% per jaar groeien. Voor 2023 komt de koers/winstverhouding hiermee op 14,6, dit is boven het marktgemiddelde van 13,3 maar wel onder het sectorgemiddelde van de sector consumptiegoederen van 19,2.

Concurrenten

Er zijn momenteel weinig beursgenoteerde ondernemingen waar Haleon mee te vergelijken is. Bedrijven als Unilever, Procter & Gamble en Colgate-Palmolive behalen maar een gedeelte van de omzet uit gezondheidsproducten voor consumenten. De beursgenoteerde



ondernemingen die dat wel doen hebben een veel lagere marktwaarde. Perrigo en Prestige Consumer Healthcare, beide uit de Verenigde Staten, hebben een marktwaarde van USD 5 miljard of lager terwijl Haleon USD 29 miljard waard is. Het ontbreken van goede vergelijkbare bedrijven en het feit dat Haleon nog maar kort beursgenoteerd is maakt het lastig om de waarde te bepalen.

Aandeelhouders

Haleon was onderdeel van GSK maar ook een joint-venture met de Amerikaanse farmareus Pfizer, die na de afsplitsing 32% van de aandelen bezit. GSK heeft nog een belang in Haleon van 13%. Tot 10 november geldt er een lock-up periode en mogen zij dus geen aandelen verkopen. Hierna kan verkoopdruk ontstaan. De CEO van Pfizer heeft in een interview gezegd dat hij geen waarde wil vernietigen door domme dingen te doen. Het is geen strategisch belang, maar Pfizer is voornemens om de opbrengst te maximaliseren. Ook GSK heeft aangegeven het belang in Haleon op een gedisciplineerde manier te willen verzilveren. Pfizer noch GSK heeft aangegeven tegen welke prijs zij hun aandelen willen verkopen. Een indicatie is wellicht dat GSK in januari dit jaar een bod van USD 60 miljard door Unilever op Haleon heeft afgewezen omdat zij het te laag vonden. De huidige beurswaarde van USD 29 miljard ligt hier nog fors onder.

Dividendgroei

Bij de afsplitsing heeft GSK GBP 10,3 miljard aan schuld bij Haleon ondergebracht. Deze schuld staat gelijk aan 4 keer de winst voor aftrek van rentekosten, belastingen en afschrijvingen. Eind 2024 wil Haleon deze ratio teruggebracht hebben naar 3 of lager. Wanneer dit lukt komt er ruimte om het dividend in de toekomst flink te verhogen. De CEO heeft aangegeven dat voorlopig 30 tot 50% van de winst als dividend uit te betalen. Voor 2024 wordt een winst verwacht van 20 pence en een dividend van 7 pence, 35% van de winst. Als de schuldenratio teruggebracht is ontstaat er ruimte om 50% van de winst als dividend uit te keren. In combinatie met een stijgende winst kan dit zorgen voor in een snelle groei van het dividend na 2024. Op basis van de huidige koers en het verwachte dividend komt het dividendrendement voor 2023 uit op 2,5%. Dit is rond het marktgemiddelde van 2,4% en het sectorgemiddelde van 2,6%.

Conclusie

De waardering van Haleon ten opzichte van de sector consumptiegoederen is laag, terwijl het een solide bedrijf is met sterke merken. Deze relatief lage waardering komt volgens ons dan ook vooral door de hoge schuld, een kort trackrecord, een slechte vergelijkbaarheid en de grote aandelenbelangen van GSK en Pfizer die mogelijk verkocht gaan worden. Deze negatieve punten zullen op termijn verdwijnen terwijl het solide fundament blijft staan. Als lange termijn beleggers vinden wij het dan ook een aantrekkelijk aandeel.

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.