

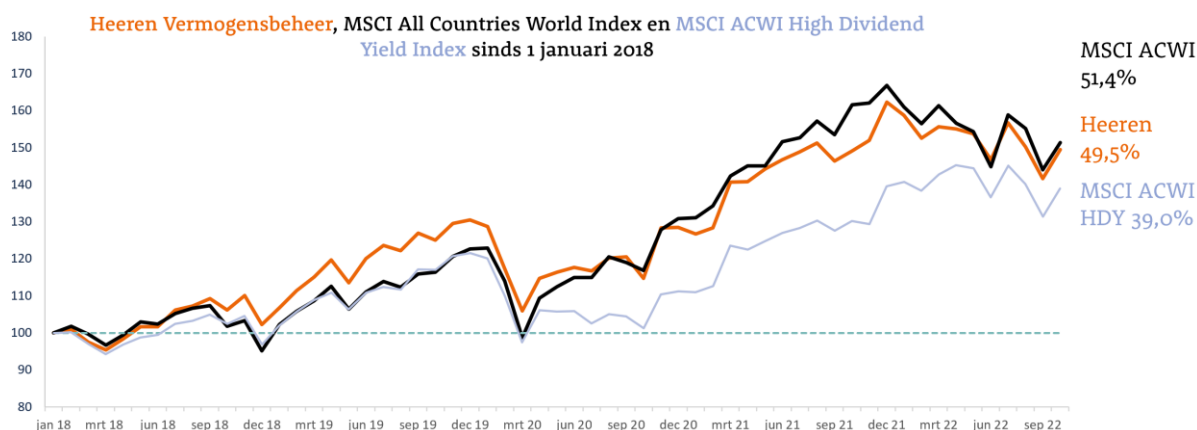


- Goede maand voor aandelen na slechte start
- Lichte outperformance voor onze aandelenportefeuille
- Rustige maand op euro-obligatiemarkten
- Kwartaalcijfers sterken ons vertrouwen in de kwaliteit van onze portefeuille

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 3,7%, vergeleken met 2,3% voor de wereldindex. Mocht u meer informatie willen, neem dan contact op met onze specialist Michel Schooneman.

Terugblik oktober 2022

Zo stabiel als het herfstweer in Europa was, zo wispelturig waren de aandelenmarkten. Op de scherpe daling in de laatste dagen van september volgde een even snel en sterk herstel. Maar in de week daarna ging die winst weer vrijwel geheel verloren. In de tweede helft van de maand kregen de beurzen de opgaande lijn weer te pakken. Dit was deels te danken aan de gemiddeld genomen meevallende derde-kwartaal cijfers in de VS en Europa. Maar ook aan de juist tegenvallende macro-cijfers. Die voedden de gedachte bij beleggers dat de Federal Reserve het rustiger aan zal gaan doen met renteverhogingen. Vooral de aandelenmarkt in de VS profiteerde daarvan. Uiteindelijk eindigde de MSCI ACWI 5,1% hoger. De rendementen op Noord-Amerikaanse (+6,9%) en Europese (+6,2%) aandelen ontlieden elkaar niet veel. De overige regio's bleven flink achter met de opkomende markten als hekkensluiter met een verlies van 4,0%. Dit was net als in september vooral te wijten aan de flinke koersverliezen van Chinese aandelen (-/-17,5%). Naast de versturende effecten van het "zero Covid" beleid vrezden beleggers ook dat de herkozen president Xi Jinping meer sectoren onder streng staatstoezicht zal brengen.



De rendementen van sectoren liepen flink uiteen in oktober. Mee- of tegenvallende kwartaalcijfers speelden hierbij een belangrijke rol. Dankzij een hogere olieprijs en goede bedrijfsresultaten en dividendverhogingen presteerde de energiesector (+17,0%) veruit het beste. Ook de sectoren industrie (+8,9%), gezondheidszorg (+7,2%), financiële diensten



(+6,8%) en technologie (+6,02%) deden het goed. Communicatiediensten (-/-1,8%) en duurzame consumptiegoederen (-/-1,3%) waren de grootste achterblijvers. Dit was vooral te wijten aan koersdalingen van Amazon, Meta en Alphabet waarvan de kwartaalcijfers en de vooruitzichten beleggers teleurstelden

Oktober 2022			
Koplopers		Achterblijvers	
Caterpillar	29,7%	VF Corp.	-7,1%
IBM	14,5%	CVS Health	-2,4%
GlaxoSmithKline	13,6%	NXP Semiconductors	-2,2%

Heeren

Onze aandelenportefeuille presteerde met een rendement van 5,5% beter dan de benchmark, vooral dankzij de aandelenkeuzes. Vooral die in de sector industrie, waar naast Caterpillar ook Saint-Gobain (+12%) en Siemens (+9%) tot de outperformers behoorden. Ook de sector duurzame consumptiegoederen droeg bij dankzij mooie rendementen van Garmin en Inditex (beide +8%). Tegenvallers zaten in de sector financiële diensten, waar de goede performance van Allianz (+13%) teniet gedaan werd door de posities in Royal Bank of Canada (0%) en T. Rowe Price (-/-1%). In gezondheidszorg behoorde naast CVS ook Roche (-/-1%) tot de achterblijvers.

Het niet beleggen in de energiesector kostte performance, maar dit werd grotendeels goedgemaakt door het niet beleggen in de achterblijven de sector communicatiediensten.

Oktober was een relatief rustige maand voor de obligatiemarkten in de eurozone. De Duitse 10-jaars rente bleef vrijwel ongewijzigd op 2,1% eind september. In Frankrijk en Spanje daalde die met 5-10 basispunten naar respectievelijk 2,7% en 3,2%. In Italië daalde de 10-jaars rente met 0,3%-punt naar 4,3%, wellicht omdat de samenstelling van de ministersploeg van de nieuwe rechts-nationalistische premier Meloni minder radicaal is dan gevreesd. De 30-jaars in de vier grote eurolanden maakte, behalve in Italië, een vergelijkbare beweging als de 10-jaars.

De rente op *investment grade* bedrijfsobligaties steeg met 0,1%-punt naar 4,3%. Per saldo boekte onze obligatiebenchmark een rendement van 0,1% in oktober. Door het grotere belang in

bedrijfsobligaties bleef onze obligatieportefeuille daar licht bij achter (-/-0,1%). In het lopende jaar presteert onze portefeuille met een rendement van -/-15,8% iets beter dan de benchmark (-/-16,1%).

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark						
	2018	2019	2020	2021	okt	2022
Zeer Defensief	-1,72%	4,89%	3,27%	-2,26%	-0,01%	-15,03%
- benchmark	0,37%	5,66%	3,82%	-2,74%	0,11%	-15,32%
Defensief	-0,37%	12,20%	1,60%	6,23%	1,63%	-12,64%
- benchmark	-1,06%	12,24%	5,04%	5,69%	1,61%	-13,20%
Neutraal	0,46%	16,62%	0,54%	11,97%	2,72%	-11,05%
- benchmark	-2,08%	16,77%	5,65%	11,63%	2,60%	-11,81%
Offensief	1,29%	21,09%	-0,46%	17,76%	3,82%	-9,49%
- benchmark	-3,44%	22,57%	6,18%	19,44%	3,85%	-10,11%
Zeer Offensief	2,16%	26,51%	-1,51%	25,12%	5,20%	-7,56%
- benchmark	-4,59%	27,32%	6,41%	26,00%	4,85%	-8,78%



Vooruitblik

Inmiddels heeft 80% van de &P 500 bedrijven derde kwartaalcijfers gepubliceerd. In 71% van de gevallen waren de cijfers beter dan verwacht. Dit is ook iets beter dan het lange termijn gemiddelde van 66%. Van de Europese Stoxx 600 index heeft de helft van de bedrijven resultaten bekendgemaakt. Waarvan 58% beter dan verwacht (gemiddeld 53%). Voor het gehele jaar verwachten analisten nu een winstgroei van 6,2% voor de S&P 500, gevolgd door een stijging met 5,2% in 2023. Analisten worden wel steeds voorzichtiger, deze zomer lag de verwachte winststijging voor beide jaren nog op 10%. Voor de Stoxx 600 ligt de winstgroeiervachting van 19,5% juist hoger dan de 15% deze zomer, geheel dankzij hogere taxaties voor olie- en gasproducenten.

Van de centrale banken valt de komende tijd weinig vreugdevol nieuws te verwachten. Fed voorzitter Powell gaf in een toelichting na de laatste renteverhoging aan de rente liever iets te veel te verhogen om de inflatie te beteugelen dan te weinig. Hij vindt het beter in dat geval weer snel te verruimen dan eerst te weinig te hebben gedaan. Dit beleid beperkt ook de speelruimte van de Europese Centrale Bank. Wanneer de ECB te snel stopt met renteverhogingen komt de euro-dollar koers verder onder druk waardoor de eurozone weer meer inflatie importeert.

Het waarderingsniveau van de S&P 500 is dit jaar flink gedaald. Begin januari was de koers/winstverhouding op basis van de verwachte winst voor de komende 12 maanden 21,3. Nu is dit nog 16,6, vrijwel geheel door de daling van de S&P 500 met ruim 21% (in USD). Er is dus al veel slecht nieuws verdisconteerd.

Aan de koersreacties na de publicatie van kwartaalcijfers is te zien dat beleggers weer meer aandacht hebben voor de huidige kwaliteit van de winst en het bedrijfsmodel en minder voor wat de verre toekomst zou kunnen brengen. Wij zien dat als positief, omdat wij ons juist daarop richten. Bedrijven in onze portefeuille zoals Unilever, Caterpillar Coca Cola en recent ook Starbucks hebben laten zien dat zij dankzij hun sterke merken en marktpositie in staat zijn geweest om kostenstijgingen door te berekenen in de prijs van hun producten. Dat geeft ons het vertrouwen dat wij met onze beleggingsaanpak deze roerige tijden relatief goed door zullen komen.

Garmin

Garmin, in 1989 opgericht onder de naam ProNav, is een technologiebedrijf gespecialiseerd in satellietnavigatie- en plaatsbepalingsapparatuur voor gebruik op land, op het water en in de lucht. Garmin maakt naast een breed scala van apparaten voor sport- en outdoor activiteiten ook apparatuur voor de automobielsector en voor de scheep- en luchtvaart.



De koers van Garmin is dit jaar in Euro's met 24% gedaald. Deze daling heeft verschillende oorzaken. Door de stijgende rente zijn de aandelenkoersen over een breed front gedaald. Ook is de koers van de Amerikaanse dollar dit jaar gestegen ten opzichte van de meeste valuta's. Omdat Garmin wereldwijd verkoopt maar de cijfers in dollars publiceert heeft

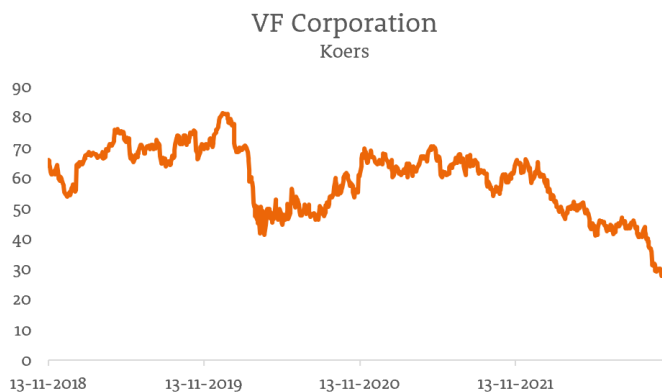
dit een negatief effect. Behaalde resultaten in andere valuta's zijn omgerekend in dollars namelijk minder waard. En tenslotte staat het consumentenvertrouwen onder druk door de hoge inflatie, de hogere (hypotheek) rente en hogere energieprijzen. Omdat Garmin zijn producten voor een groot gedeelte aan consumenten verkoopt zien beleggers dit als een risico en heeft het een weerslag gehad op de koers.



Uiteindelijk heeft dit alles maar beperkt invloed op de cijfers van Garmin. De omzet daalt dit jaar naar verwachting met 2% ten opzichte van vorig jaar. Door hogere inkooprijzen is de marge ook lager, de netto marge komt dit jaar op 18,6% uit terwijl deze vorig jaar nog 21,7% was. Hierdoor daalt de winst dit jaar met 17%. Maar voor 2023 en 2024 verwachten analisten weer een stijgende omzet en ook een herstellende marge. In 2024 komt de winst per aandeel naar verwachting uit op USD 6,48, dit is 16% hoger dan de gerealiseerde winst in 2021. De koers/winst verhouding voor 2023 komt op basis van de verwachtingen uit op 15,4, iets boven het marktgemiddelde van 13,3 maar wel fors onder het gemiddelde van 23,5 voor de sector duurzame consumptiegoederen. Wij blijven positief over het aandeel Garmin.

VF Corporation

VF Corporation (VF) is een in de Verenigde Staten gevestigd kledingbedrijf. Het bedrijf is in 1899 opgericht als producent van handschoenen onder de naam Vanity Fair. In 1951 ging het naar de beurs. In 1969 werd het denim merk Lee overgenomen en de naam veranderd in VF Corporation. VF verkoopt de producten in meer dan 170 landen, onder andere via 1.400 eigen verkooppunten. Bekende merken van VF zijn The North Face, Vans, Timberland en Supreme.



Voor VF Corporation kunnen wij voor dit jaar over een implosie van de koers spreken, de koers is met 54% gedaald. De redenen zijn grotendeels gelijk aan die bij Garmin. Maar een producent van kleding is nog gevoeliger voor een neergang van de economie of in ieder geval een tanend consumentenvertrouwen, wat de sterkere koersdaling deels

verklaart. Ook heeft VF nog steeds last van de lockdowns in China. Deze lockdowns zorgen voor lagere verkoopcijfers in China, de omzet in China ligt dit boekjaar tot op heden 18% lager. Daarnaast verstoren ze ook de toeleveringsketen omdat veel van VF's producten daar worden gemaakt.

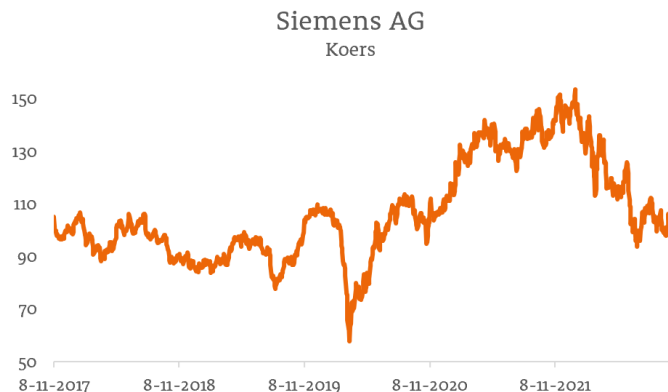
Ook VF Corp heeft de omzet in de eerste 6 maanden van dit boekjaar goed op peil gehouden met een daling van 1%. Maar door hogere (marketing)kosten en een grote buitengewone last in verband met de acquisitie van Supreme is de nettowinst meer dan gehalveerd. Begin dit jaar was de consensusverwachting van analisten nog dat de winst per aandeel over het gebroken boekjaar 2022-2023 op USD 3,60 zou uitkomen, ondertussen is dit aangepast naar USD 1,50. Maar voor volgend jaar verwachten zij al een herstel naar USD 2,78. Bij een koers van USD 28,- resulteert dit in een koers/winst verhouding van 10. VF Corp is een dividendaristocraat die in de afgelopen 49 jaar elk jaar het dividend heeft verhoogd. Ook voor de komende jaren verwachten analisten een geleidelijke verdere stijging. Bij de huidige koers en het verwachte dividend komt het dividendrendement uit op 7,4%. Ondanks de huidige lastige periode vertrouwen wij erop dat VF Corp dankzij de sterke merken de omzet en winst weer naar op peil zal weten te brengen. Op het huidige koersniveau vinden wij VF zeer aantrekkelijk.

Siemens

Siemens is in 1847 in Berlijn opgericht als fabrikant van telegrafie-apparatuur. Sindsdien is het uitgegroeid tot een industrieel conglomeraat met ruim 380.000 medewerkers en vestigingen in 190 landen. Siemens levert kapitaalgoederen en diensten aan verschillende sectoren, voornamelijk op het gebied van elektrotechniek. Belangrijke afzetmarkten zijn infrastructuur (met onder andere gebouwenbeheerssystemen), de industrie (procestechnologie en industriële automatisering), de vervoerssector (van verkeersbegeleidingssystemen tot spoortreinen) en de energiesector (elektriciteitscentrales, windturbines, apparatuur voor de olie- en gasindustrie).



Siemens draait naar verwachting ook dit jaar goed. De omzet zal naar verwachting met 13% stijgen en de bruto winst, de EBITDA, stijgt zoals het er nu naar uitziet met 19%. Omdat Siemens nog een belang van 40% in het in 2020 afgesplitste Siemens Energy heeft, komt de netto winst 37% lager uit. De koers van Siemens Energy is met 40% gedaald waardoor Siemens een flinke afboeking heeft moeten doen. Deze afboeking en het slechte sentiment op de beurzen heeft er toch toe geleid dat de koers van Siemens dit jaar met 25% is gedaald, dit is meer dan de Duitse DAX-index die met 17% is gedaald.



Op de korte termijn heeft Siemens net zoals veel andere bedrijven te maken met de stijgende inflatie en rente, de mogelijke tekorten op de gasmarkt, problemen in toeleveringsketens en de mogelijk weer oploeiende pandemie. Voor de middellange- tot lange termijn is Siemens goed gepositioneerd. De belangrijkste factoren die voor groei zorgen zijn in de ogen van Siemens nog steeds aanwezig. Dit zijn digitalisering, het verminderen van de uitstoot van koolstofdioxide en de behoefte van verdere automatisering. Een voorbeeld hiervan is een samenwerking tussen Siemens en Nvidia om de industriële automatisering te verbeteren door de hardware beter te laten werken met de software. De combinatie van de aantrekkelijke waardering en de goede positionering om te profiteren van de genoemde thema's zorgt ervoor dat wij positief blijven over het aandeel Siemens.

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.