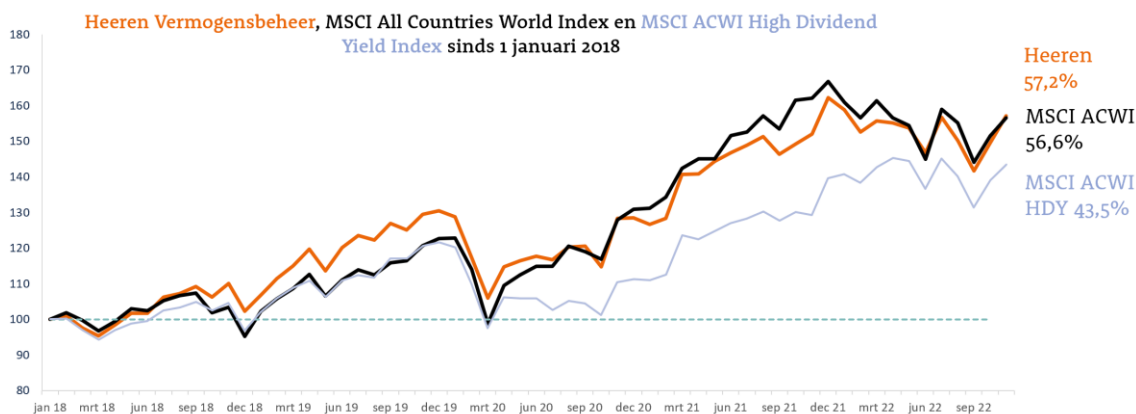


- Positieve trend op aandelenmarkten houdt aan in november
- Mooie outperformance voor onze aandelenportefeuille
- Kapitaalmarktrentes in eurozone dalen licht
- Angst voor recessie zorgt voor onzekerheid en volatiliteit

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

### Terugblik november 2022

Aandelenbeleggers bekeken in november vooral de positieve kant van de economische en geopolitieke nieuwsberichten. Bijvoorbeeld dat het met de Duitse economie minder slecht gaat dan verwacht, hoewel de indicatoren nog wel op krimp wijzen. Ook de uitspraak van Fed-voorzitter Powell dat het tempo van de renteverhogingen waarschijnlijk gaat vertragen kon op een warm onthaal rekenen. Dat de korte rente in de VS wellicht op een hoger niveau zal pieken dan eerder verwacht werd voor kennisgeving aangenomen. En het nieuws dat het covidbeleid in China hier en daar versoepeld wordt werd belangrijker gevonden dan het razendsnel om zich heen grijpen van de omikron variant in dat land. De MSCI ACWI index boekte in november een rendement van 3,4%. Aandelenmarkten in de opkomende markten boekten de grootste winst (+10,2%) maar ook Europese aandelen (+6,9%) lieten mooie rendementen zien. Noord-Amerikaanse aandelen (+1,2%) bleven achter, vooral omdat de Amerikaanse dollar verzwakte ten opzichte van de euro.



Alle sectoren behalve energie (-/-0,6%) lieten een positief rendement zien. De meer cyclische sectoren basismaterialen (+9,4%) en industrie (+4,9%) waren koplopers, maar ook financiële diensten (+4,4%) kon goed meekomen. De sectoren gezondheidszorg (+1,5%), technologie en duurzame consumptiegoederen (beide +3,0%) bleven wat achter.



November 2022					
Koplopers			Achterblijvers		
Richemont	27,6%	Medtronic	-11,0%		
Siemens	18,6%	Kellogg	-9,3%		
NXP Semiconductors	15,0%	Roche	-6,8%		

Met een rendement van 5,2% presteerde onze aandelenportefeuille beter dan de benchmark. Dit was geheel te danken aan de aandelenkeuzes. Het overgrote deel van de outperformance kwam van de sector duurzame consumptiegoederen, waar naast Richemont ook Starbucks (+13%), Inditex (+9%) en VF Corp. (+8%) uitblonken. Ook de keuzes in de sectoren industrie (naast Siemens ook UPS (+8%)), technologie (naast NXP ook Texas Instruments (+8%)) en financiële diensten (Allianz en T. Rowe Price beiden +12%) droegen bij. 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%). Naast de drie in de tabel genoemde achterblijvers waren er deze maand geen grote dalers in de portefeuille. Het niet beleggen in de energiesector leverde ditmaal rendement op, maar dit werd teniet gedaan door het niet beleggen in koploper basismaterialen en de grote positie in achterblijver gezondheidszorg.

Obligatiebeleggers hadden wat meer oog voor een verwachte verdere afkoeling van de economie dan aandelenbeleggers. De kapitaalmarktrentes in de eurozone daalden over de gehele linie. De Duitse 10-jaars rente met 0,2% naar iets onder de 2%, in de andere grote eurolanden was de

#### Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark

	2019	2020	2021	nov	2022
Zeer Defensief	4,89%	3,27%	-2,26%	2,56%	-12,86%
- benchmark	5,66%	3,82%	-2,74%	2,30%	-13,37%
Defensief	12,20%	1,60%	6,23%	3,32%	-9,74%
- benchmark	12,24%	5,04%	5,69%	2,60%	-10,94%
Neutraal	16,62%	0,54%	11,97%	3,81%	-7,66%
- benchmark	16,77%	5,65%	11,63%	2,81%	-9,34%
Offensief	21,09%	-0,46%	17,76%	4,29%	-5,60%
- benchmark	22,57%	6,18%	19,44%	3,06%	-7,36%
Zeer Offensief	26,51%	-1,51%	25,12%	4,88%	-3,04%
- benchmark	27,32%	6,41%	26,00%	3,26%	-5,80%

daling iets sterker. In Frankrijk ligt de 10-jaars rente nu op 2,4%, in Spanje op 3,0% en in Italië op 3,9%. De 30-jaars rente daalde in alle vier landen iets sterker dan de 10-jaars, in Duitsland en Italië ligt de 30-jaars nu onder de 10-jaars. Onder invloed van de positieve stemming op de aandelenmarkten daalde de rente op *investment grade* bedrijfsobligaties met 0,6%-

punt naar 3,7%. Daardoor boekte deze categorie een rendement van 2,8% in november tegen 2,4% voor staatsobligaties. Per saldo boekte onze obligatiebenchmark afgelopen maand een rendement van 2,4%. Door het grotere belang in bedrijfsobligaties presteerde onze obligatieportefeuille licht beter (+2,7%). Sinds 1 januari presteert onze portefeuille met een rendement van -/-13,5% iets beter dan de benchmark (-/-14,0%).

#### Vooruitblik

In de eerste week van december is de stemming op de aandelenmarkten omgeslagen. De focus van beleggers verschoof naar de gevolgen van een wereldwijde recessie voor de bedrijfswinsten. Diverse Amerikaanse zakenbanken waarschuwden voor winstdalingen in de eerste helft van 2023. Recente cijfers van dataleverancier Refinitiv laten inderdaad zien dat analisten nu voor de S&P 500 index een lichte winstdaling voor het eerste en het tweede kwartaal verwachten. In de tweede helft van 2023 zien zij weer een herstel optreden. Voor geheel 2023 komt de verwachte winstgroei



nu uit op 4,9%. Dat is weer iets lager dan vorige maand, maar analisten zien de winstgroei in 2024 verder aantrekken. De eerste indicaties voor dat jaar wijzen op een winstgroei van iets minder dan 10%.

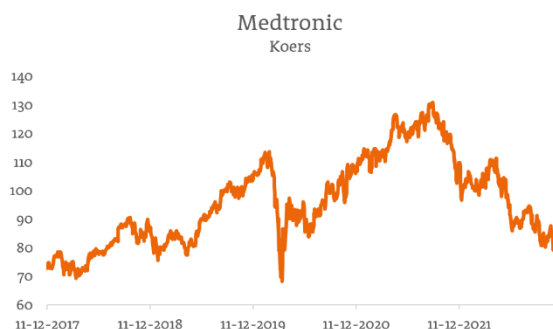
Voor de winstgroei van de Europese Stoxx 600 bedrijven blijven analisten optimistisch. Dat lijkt vreemd gezien de negatieve invloed van de hoge energieprijzen, maar Europese bedrijven zijn later uit de coronadip gekomen dan die in de VS. De verwachte groei voor 2022 is zelfs nog iets verhoogd naar 21,3% (+10,2% exclusief de energiesector). En ook voor de eerste twee kwartalen van 2023 verwachten zij gemiddeld ruim 5% winstgroei. Alleen voor het derde kwartaal zien zij een kleine dip, gevolgd door herstel in het vierde kwartaal. De jaargroei zal dan op 5-6% uitkomen. Voor 2024 zijn er nog geen taxaties, maar wanneer het herstel net als in de VS doorzet lijkt een vergelijkbare winstgroei realistisch. De verwachte winstgroei voor 2024 voor onze aandelenportefeuille, die voor 65% uit Amerikaanse en voor 35% uit Europese aandelen bestaat, is nu 8,5%.

Aandelenmarkten lopen gemiddeld genomen zo'n 6 tot 9 maanden vooruit op ontwikkelingen in de reële economie. Als dit nu weer zo is en wanneer de analistenverwachtingen uitkomen zullen beleggers al vroeg in 2023 over de recessie heen gaan kijken. Maar de geopolitieke onzekerheden zijn nu groter dan gemiddeld. En een strenge winter kan zeker in Europa tot hogere energieprijzen en een diepere recessie leiden. De komende maanden kunnen dus nog wel spannend en de beurzen volatiel blijven. Wij voelen ons dan ook comfortabel met onze beleggingsstijl die erop gericht is aandelen te kopen van bedrijven die ook onder moeilijke economische omstandigheden geld blijven verdienen en solide gefinancierd zijn om een recessie zonder kleerscheuren door te komen.

#### Medtronic

Het medische technologiebedrijf Medtronic is in 1949 opgericht in de Verenigde Staten. De doelstelling van de oprichters Earl Bakken en zijn zwager Palmer Hermundslie was om hun wetenschappelijke kennis te gebruiken om anderen te helpen. Dit resulteerde in 1957 in de ontwikkeling van de eerste batterij gevoede externe pacemaker. In 1960 volgde de eerste implanteerbare pacemaker. Recentere voorbeelden van de innovatieve kracht van Medtronic zijn de introductie in 2016 van het eerste 'hybrid closed loop system' voor insulinetoediening. Dit is een insuline pomp die door de dag heen de juiste hoeveelheid insuline aan een diabetes patiënt geeft. En in 2017 kwam kleinste implanteerbare ruggenmerg neurostimulator op de markt. Medtronic behaalt de omzet over de hele wereld. Iets meer dan 50% van de omzet komt uit de Verenigde Staten, 32% komt uit de overige ontwikkelde landen en 17% uit de opkomende markten. Eind 2021 waren er 95.000 werknemers bij Medtronic in dienst.

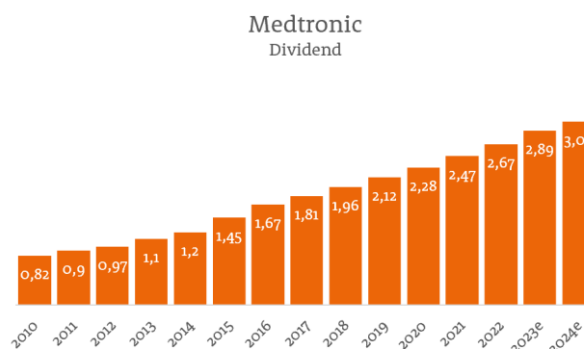
Een groot gedeelte van de kracht van Medtronic zit zoals aangegeven in het door ontwikkelen van bestaande producten en investeren in nieuwe producten. Hiervoor investeert het een groot gedeelte van de omzet in onderzoek en ontwikkeling. In het lopende boekjaar stijgt het R&D budget met 10% tot USD 2,7 miljard op een verwachte omzet van bijna USD 32 miljard. Naast eigen onderzoek neemt Medtronic continue kleinere ondernemingen over, in 2021 werden 7 acquisities gedaan voor een totaal bedrag van USD 2,3 miljard. In 2022 worden er door Medtronic meer dan 230 klinische proeven gedaan, ook heeft het meer dan 49.000 patenten in bezit. Door de specifieke kennis van Medtronic en het blijven investeren in nieuwe ontwikkelingen is het voor andere bedrijven lastig om de concurrentie aan te gaan.



Toch presteert de koers van het aandeel de laatste tijd slecht. In augustus 2021 stond het aandeel rond USD 135, de hoogste koers ooit. Ultimo november 2022 was de koers USD 79, een daling van 41%. Ook de onlangs gepresenteerde kwartaalcijfers vielen beleggers tegen. Omdat een groot gedeelte van de omzet buiten de Verenigde Staten behaald wordt heeft de sterke dollar de resultaten gedrukt. Ook zijn de toeleveringsketens nog ontregeld. En helaas ziet Medtronic ook dat sommige behandelingen uitgesteld worden door een tekort aan zorgpersoneel.

De koers is sterker gedaald dan de winst. Weliswaar verwachten analisten voor het lopende gebroken boekjaar 2022-2023 een 13% lagere winst per aandeel van USD 3,23, maar voor de komende jaren zijn zij optimistisch. Voor het volgende boekjaar verwachten zij een winst van USD 4,15 per aandeel, een nieuw record. En voor het jaar erna een stijging naar USD 4,66. De koers/winstverhouding voor volgend jaar komt uit op 18,8. Hoger dan die van de MSCI All Countries World Index van 15,3 en iets hoger dan het sectorgemiddelde van 17,9. Maar ten opzichte van de gemiddelde k/w van Medtronic van 27,1 over de afgelopen 13 jaar is de waardering ruim 30% lager.

Medtronic heeft veel van de kenmerken van de kwaliteitsaandelen die wij zoeken. Het heeft een leidende positie in de kernmarkten waar het actief is en de netto marges zijn goed. Ook in periodes van recessie is het dividend verhoogd. Alleen al door de verdere wereldwijde vergrijzing heeft het bedrijf groeipotentieel. Ook in de opkomende markten kan Medtronic nog flink groeien, in het afgelopen kwartaal was de groei 3,9% ondanks een krimp in China. Met een dividendrendement van 3,5% en een historisch bescheiden waardering hebben wij redenen genoeg om positief over het aandeel Medtronic te zijn.



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.