

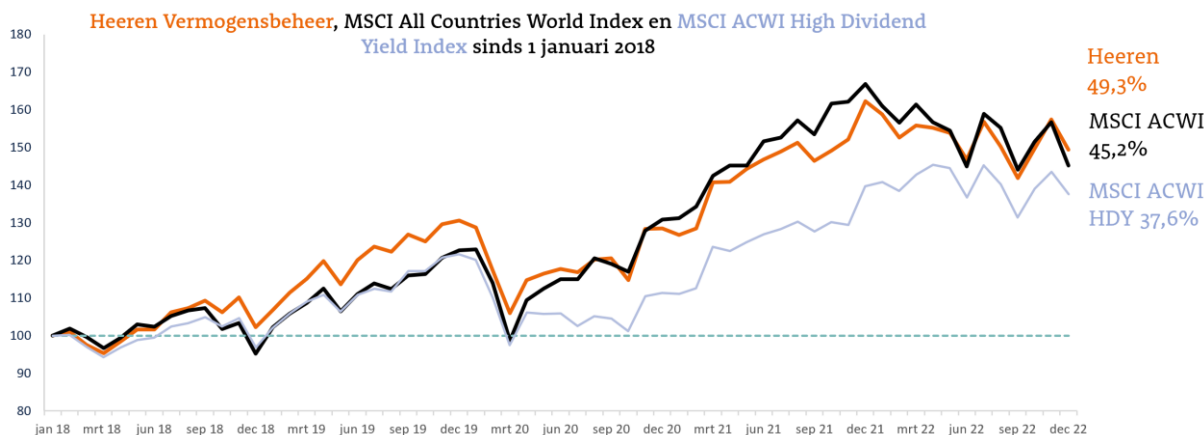


- Aandelenmarkten sluiten het jaar in mineur af
- Mooie relatieve outperformance van 5%-punt van onze aandelenportefeuille
- Obligatiemarkten verder in het rood
- Voorlopig nog veel onzekerheden

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

Terugblik december

De eindejaarsrally van 2022 op de aandelenmarkten bleek in oktober en november al geweest. In de eerste week van december sloeg de stemming om toen de focus van beleggers verschoof naar de gevolgen van een wereldwijde recessie voor de bedrijfswinsten. Ook uitlatingen van Federal Reserve en ECB dat zij nog lang niet klaar zijn met renteverhogingen drukten op het sentiment. De aandelenkoersen daalden gestaag en uiteindelijk verloor de MSCI All Countries World Index 7,3% in december. Over geheel 2022 was het rendement van de MSCI ACWI -/-13,0%. Daarmee was het afgelopen jaar het slechtste sinds 2008. Noord-Amerika was de grote verliezer in december met een min van 9,2%. Europese aandelen presteerden relatief goed met een rendement van -/-3,5%. Ook de overige regio's presteerden beter dan de wereldindex met verliezen tussen 3% en 5%.



Alle sectoren boekten negatieve rendementen in december. De groei-georiënteerde sectoren technologie (-/-11,1%), duurzame consumptiegoederen (-/-10,3%) en communicatiediensten (-/-7,8% waren de grootste verliezers). De defensieve sectoren nutsbedrijven (-/-3,5%), gezondheidszorg (-/-4,6%) en consumptiegoederen (-/-4,9%) lieten de beste relatieve rendementen zien.

December 2022

Koplopers

Haleon
Saint-Gobain
Pfizer

12,4%
4,4%
0,1%

Achterblijvers

VF Corp
Qualcomm
T. Rowe Price

-17,0%
-15,0%
-14,3%



Heeren

Met een rendement van -/-5,1%, vrijwel geheel te danken aan de aandelenkeuzes, presteerde onze aandelenportefeuille beter dan de benchmark. Een belangrijke bijdrage kwam van de sector consumptiegoederen, waar naast koploper Haleon vooral Unilever, Danone en Coca Cola slechts beperkte koersverliezen leden. In de sector duurzame consumptiegoederen gold datzelfde voor Inditex, en in de sector industrie voor Caterpillar en Siemens.

Ook op de obligatiemarkten in de eurozone sloeg de stemming in december om. Na twee relatief rustige maanden liepen de 10- en 30-jaars rentes in de grote eurolanden met 0,5% tot 0,8%-punt op. In Duitsland eindigde de 10-jaars rente op 2,5%, het hoogste niveau van de afgelopen 10 jaar. Ook in Frankrijk (3,0%), Italië (4,6%) en Spanje (3,6%) bereikte de 10-jaars rente niveaus die jarenlang niet gezien waren.

Hierdoor daalde de benchmark voor Euro staatsobligaties met 4,6%. Ook de koersen van *investment grade* bedrijfsobligaties verloren in december terrein, maar door de gemiddeld kortere looptijden was het negatieve rendement “maar” 1,8%. Dankzij onze grotere positie in bedrijfsobligaties presteerde onze obligatieportefeuille (-/-3,2%) beter dan de benchmark (-/-3,6%).

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark							
	2018	2019	2020	2021	dec	2022	5 jr. p.j.
Zeer Defensief	-1,72%	4,89%	3,27%	-2,26%	-3,02%	-15,41%	-2,52%
- benchmark	0,37%	5,66%	3,82%	-2,74%	-3,45%	-16,37%	-2,18%
Defensief	-0,37%	12,20%	1,60%	6,23%	-3,64%	-12,93%	0,99%
- benchmark	-1,06%	12,24%	5,04%	5,69%	-4,56%	-15,00%	0,94%
Neutraal	0,46%	16,62%	0,54%	11,97%	-4,03%	-11,28%	3,19%
- benchmark	-2,08%	16,77%	5,65%	11,63%	-5,29%	-14,14%	2,97%
Offensief	1,29%	21,09%	-0,46%	17,76%	-4,42%	-9,65%	5,37%
- benchmark	-3,44%	22,57%	6,18%	19,44%	-6,21%	-13,11%	5,45%
Zeer Offensief	2,16%	26,51%	-1,51%	25,12%	-4,88%	-7,65%	8,02%
- benchmark	-4,59%	27,32%	6,41%	26,00%	-6,95%	-12,34%	7,38%

Terugblik 2022

Over geheel 2022 presteerde onze aandelenportefeuille met een rendement van -/-8,0% 5%-punt beter dan de benchmark. De belangrijkste bijdrage hieraan kwam van ons bovengemiddeld grote belang in de sector consumptiegoederen én de aandelenkeuzes in deze sector. Ook de aandelenselectie in de sectoren technologie en duurzame consumptiegoederen en het niet beleggen in de sector communicatiediensten leverden rendement op. Het niet beleggen in de sector energie kostte performance, evenals de aandelenkeuzes in financiële diensten en gezondheidszorg. Onze best presterende aandelen waren AbbVie (+31%), Caterpillar (+25%) en Kellogg (+21%). Hekkenluiters waren Intel (-/-43%), VF Corp. (-/-41%) en Qualcomm (-/-35%). Het uitgekeerde dividend is wederom gegroeid, over 2022 met 8% ten opzichte van het voorgaande jaar.



De benchmark voor euro-staatsobligaties verloor in het afgelopen jaar een ongekende 18,5%. Daarmee gaat 2022 de annalen in als een van de slechtste obligatiejaren ooit. De rente op *investment grade* bedrijfsobligaties steeg door de afgenomen risicobereidheid zelfs met 3,8%-punt. Door de lagere rentegevoeligheid van deze categorie daalde de benchmark minder sterk (-/-13,7%). Door activa gedekte obligaties verloren 13,3%. Dankzij onze overwogen positie in *investment grade* bedrijfsobligaties was het rendement van onze obligatieportefeuille (-/-16,4%) iets beter dan dat van onze obligatiebenchmark (-/-17,2%).

Vooruitblik

Zowel de aandelen- als de obligatiemarkten zijn het nieuwe jaar goed geluimd begonnen. Dat lijkt vooral ingegeven door de verwachting dat de Chinese economie in 2023 weer gaat aantrekken en dat de inflatie in de VS aan het afzwakken is. Een indicatie voor dat laatste is dat de loongroei in de VS afneemt. De vraag is of dit voldoende is om serieuze koersstijgingen van aandelen en dalingen van kapitaalmarktrentes te rechtvaardigen. Want verder is aan de omgevingsfactoren niet zoveel verbeterd. De Europese economie koerst nog steeds richting een (milde) recessie en bedrijfswinsten in zowel de VS als in Europa zullen dit jaar een aantal kwartalen een daling laten zien. Daarbij komt dat de winter in Europa tot op heden zacht is, maar ook dat kan snel veranderen. Met alle gevolgen van dien voor de energieprijzen, die de afgelopen tijd sterk gedaald zijn. En de geopolitieke spanningen zijn ook eerder toe- dan afgenomen door de grootschalige Chinese militaire oefeningen rond Taiwan. En als wellicht belangrijkste factor, zowel de Federal Reserve als de Europese Centrale Bank houden vol dat zij de rente zullen blijven verhogen totdat de inflatie duidelijk onder controle is. Beleggers lijken nu toch weer te denken dat dat wel mee zal vallen. Of zij gelijk hebben weten wij ook niet. Met de oude beurswijsheid “don’t fight the Fed’ in gedachten blijven wij voorzichtig en houden rekening met beweeglijke beurzen in de komende maanden. 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 lastige tijden zonder veel kleerscheuren door te komen.

Onze top-3 van 2022

AbbVie

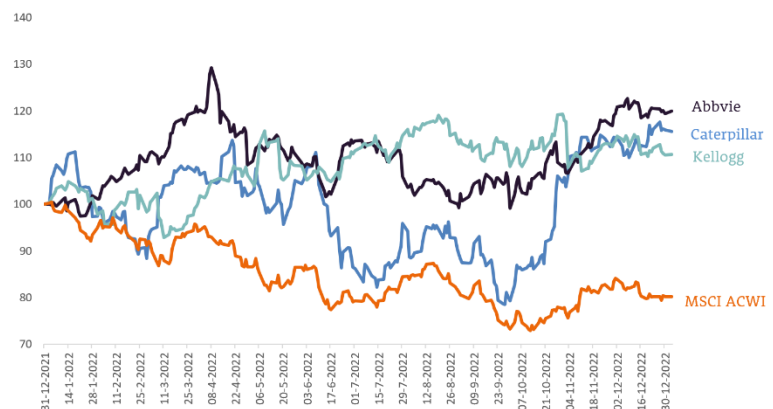
AbbVie was in 2022 de grootste stijger in onze portefeuille met een rendement van 30,5% in euro, inclusief dividend. Dit prachtige rendement was enerzijds te danken aan uitstekende resultaten maar het is ook een teken dat beleggers zich minder zorgen maken over het aflopen van de patenten van AbbVie’s kaskraker Humira. Van 2012 tot en met 2020 was deze ontstekingsremmer wereldwijd het medicijn met de hoogste omzet. In 2021 nam Comirnaty, het covid-vaccin van BioNtech en Pfizer, de eerste plek over. Humira was ook in 2021 nog een goede tweede met een omzet van USD 20,7 miljard, 4,5% meer dan in 2020. Het patent van Humira is al in verschillende delen van de wereld verlopen wat ruimte biedt aan concurrerende medicijnen. Begin dit jaar komen al 6 alternatieven van serieuze partijen zoals Amgen en Pfizer op de markt. Dit zal de omzet van Humira gaan drukken. Maar AbbVie bereidt zich al langer voor op het verlopen van de patenten. Zo werd in 2020 branchegenoot Allergan overgenomen. Daarnaast heeft AbbVie enkele zelf ontwikkelde medicijnen die in potentie goed zijn voor miljarden aan omzet die of al in de



verkoop zijn of binnenkort in de verkoop gaan. Voor de medicijnen Skyrizi (voor de behandeling van psoriasis) en Rinvoq (voor de behandeling van eczeem) wordt in 2025 een gezamenlijke omzet verwacht van USD 15 miljard. In 2021 waren deze twee samen goed voor USD 4,6 miljard. Wij blijven dan ook positief gestemd over AbbVie. Daarbij speelt ook het aantrekkelijke dividendrendement van 3,7% voor 2023 mee.

Caterpillar

Caterpillar is wereldwijd marktleider op het gebied van de productie van machines en apparatuur voor de bouw- en mijnbouwsector. Ondanks de zorgen over een recessie is de vraag naar grondstoffen in 2022 hoog gebleven wat zich uitte in de stijging van grondstofprijzen. Dit heeft weliswaar de inflatie aangewakkerd maar heeft er ook voor gezorgd dat de vraag naar de producten van Caterpillar is gestegen. Daarnaast heeft Caterpillar een ijzersterke merknaam waardoor het de verkoopprijzen kon verhogen én de verkoopvolumes vergroten. Zo steeg tot en met het derde kwartaal van 2022 de omzet met 21% en de winst met 46%. De operationele marge steeg met 2,8 procentpunt naar 16,2%. Door de goede resultaten hebben analisten hun taxaties verhoogd. Voor de winst per aandeel over 2024 verwachten zij nu USD 16,50, 23% méér dan de USD 13,40 die zij begin 2022 verwachtten. Deze verhoogde winstverwachting wordt weerspiegeld in het rendement van 25,1% (inclusief dividend) van het aandeel Caterpillar in 2022.



Kellogg

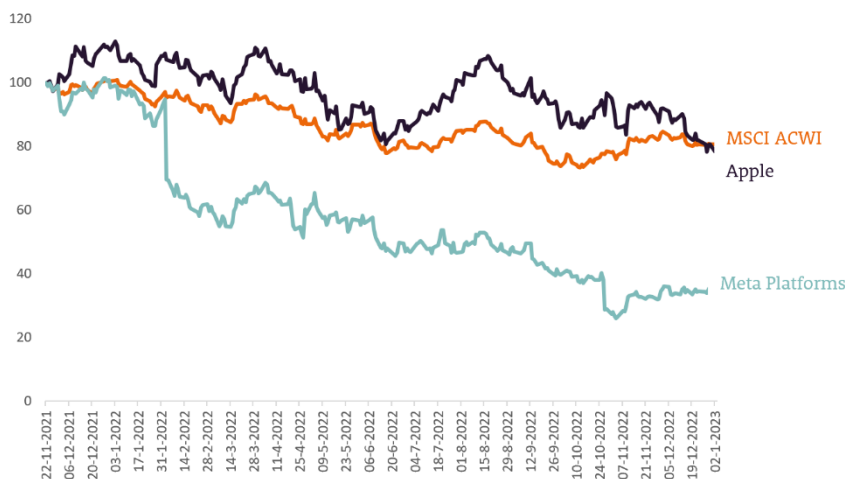
De Kellogg Company is een Amerikaanse producent van voedingsmiddelen en is vooral bekend van de Kellogg's cornflakes. Het bedrijf is in de Verenigde Staten de grootste producent van ontbijtgranen. Kellogg heeft over de eerste drie kwartelen van 2022 de omzet met 7% zien groeien. Deze omzetgroei kwam vooral tot stand door het verhogen van de verkoopprijzen als gevolg van een stijgende inflatie. De marge stond wel onder druk, daarnaast heeft Kellogg ook last gehad van de sterke Amerikaanse dollar. Van de omzet wordt 46% buiten de Verenigde Staten behaald, de daar behaalde winsten zijn in dollars minder waard. De winstgroei van 1% lag dan ook onder de omzetgroei. Bij de laatste kwartaalcijfers verhoogde Kellogg wel de verwachting voor 2022. Het fraaie rendement van 20,8% van Kellogg over 2022 komt in onze ogen dan ook vooral omdat beleggers naar "veiligere" aandelen zijn "gevlucht" en niet door erg goede resultaten. Omdat Kellogg een stabiele omzet en winst laat zien en door het hoge dividendrendement van ongeveer 3,5% blijven wij positief over het aandeel. Zeker nu minder hoog gewaardeerde aandelen aantrekkelijk zijn door de hogere rente.



FAANG+M aandelen

De meest recente bullmarkt begon in maart 2009 tegen het einde van de kredietcrisis en liep met een kleine hapering tijdens de “corona correctie” in 2020 door tot november 2021. In deze periode steeg de MSCI All Countries World Index met 574%, wat neerkomt op gemiddeld 16,2% per jaar. Een groot gedeelte van deze stijging kwam tot stand door een groep aandelen die later de FAANG+M aandelen werden genoemd. Dit acroniem staat voor Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google en Microsoft. Van deze aandelen was Facebook (tegenwoordig Meta Platforms) de minst grote stijger met een gemiddelde plus van 19,9% per jaar. Netflix was koploper met 47,1% per jaar. Ook vanaf het moment dat de aandelenportefeuille van Heeren gestart is, op 1 januari 2018, tot en met november 2021 stegen deze aandelen bovengemiddeld. Deze stijging versnelde tijdens de corona pandemie. Mensen waren meer thuis en bestelden online (bij Amazon), keken Netflix of vergaderden vanuit huis via Teams (van Microsoft). Omdat deze aandelen weinig of geen dividend betalen kwamen zij volgens onze beleggingscriteria niet in aanmerking voor onze portefeuille. Omdat deze aandelen door de sterke stijging een steeds zwaarder gewicht kregen in indices zoals onze benchmark de MSCI ACWI was het voor onze aandelenportefeuille in die periode moeilijk de benchmark bij te houden.

Veel analisten extrapoleerden de winstgroei uit de corona pandemie naar de toekomst. Beleggers kochten deze aandelen graag op basis van die hoge verwachtingen en ook omdat er weinig alternatieven waren vanwege de lage rente.



Maar niets is voor eeuwig. De hoge inflatie noodzaakte centrale banken om de rente te verhogen. En analisten moesten terugkomen op hun hoge verwachtingen. Begin 2022 verwachtten zij voor Amazon een omzet van USD 650 miljard in 2023, een jaar later was het nog “maar” USD 560 miljard. Een vergelijkbaar beeld

zagen wij bij de andere FAANG+M aandelen. De combinatie van de hogere rente en de lagere omzet- en winstverwachtingen zorgde voor forse koersdalingen. Vanaf november 2021 tot eind 2022 daalde de MSCI ACWI met 13,3%. De FAANG+M aandelen, die ondertussen zwaargewichten waren geworden, speelden hierbij een hoofdrol. Apple daalde nog het minst (14,9%) maar toch meer dan de index. De koers van Amazon kromp 50,6%, Netflix werd 53,0% minder waard. Meta Platforms kreeg de grootste klap te verwerken en zakte 63,0%.

Wij sluiten niet uit dat een of meer FAANG+M aandelen in de toekomst de dividenden zo ver verhogen dat zij opgenomen kunnen worden in onze aandelenportefeuille. Het zijn vaak prachtige ondernemingen die de wereld nieuwe technologieën gebracht hebben. In de afgelopen jaren



hebben wij soms met enige afgunst gekeken naar de stijging van de koersen van FAANG+M. Ook al vonden wij soms dat de waarderingen niet reëel meer waren.

Ons beleid om aandelen te kiezen waarvan het dividendrendement bovengemiddeld is heeft in de afgelopen vijf jaar voor een bovengemiddeld rendement gezorgd. Het niet beleggen in de FAANG+M aandelen zorgde vooral in 2020 voor een lager rendement maar nu wij een stijging en een daling hebben meegemaakt zien wij dat het rendement van onze portefeuille hoger is dan dat van de MSCI ACWI index. Dit sterkt ons om te blijven zoeken naar aandelen van kwalitatief goede, internationaal opererende, bedrijven met een bovengemiddeld dividendrendement. Ook in de toekomst zullen er weer momenten zijn dat wij met jaloezie naar de hoog gewaardeerde groeiaandelen gaan kijken. Maar wij vertrouwen erop dat wij met onze aanpak het perspectief hebben om een goed rendement te behalen.

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.