

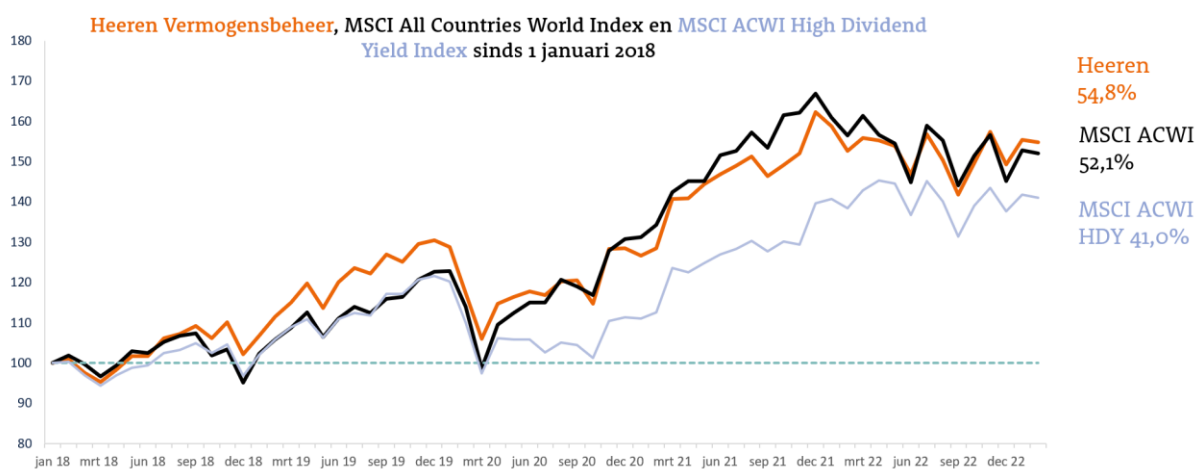


- Aandelenmarkten verliezen licht in februari
- Onze aandelenportefeuille blijft de benchmark nipt voor
- Obligatierentes lopen weer verder op
- Onzekerheid blijft voorlopig troef op financiële markten

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

Terugblik februari

Na een voortvarende start van de aandelenmarkten sloeg de twijfel al in de tweede week toe. Steeds meer beleggers leken overtuigd dat de centrale banken hun verkrappend beleid zullen voortzetten tot de inflatie stevig onder controle is. De meest recente cijfers wijzen daar nog niet op. Ook het macro-economische nieuws was gemengd en veel bedrijven die cijfers publiceerden waren terughoudend over de vooruitzichten. Vanaf medio februari daalden de koersen en ging de in de eerste week geboekte winst verloren. De MSCI All Countries World Index boekte uiteindelijk een negatief rendement van 0,5% in februari. Alleen Europese aandelen eindigden in de plus (1,8%). In de overige regio's varieerden de verliezen van 0,2% in Noord-Amerika tot 4,2% in de Pacific en in de opkomende markten.



In de rendementen van de sectoren was weinig lijn te ontdekken. Zowel een groeisector (technologie, +2,0%), een cyclische (industrie, +1,3%), een rentegevoelige (financiële diensten, +0,0%) als een defensieve (consumptiegoederen, -/-0,1%) presteerde beter dan gemiddeld. Hetzelfde gold voor het karakter van de sterkste achterblijvers basismaterialen (-/-3,5%), onroerend goed (-/-3,5%) en nutsbedrijven (-/-3,0%).

Februari 2023		Achterblijvers	
Koplopers			
Ahold Delhaize	9,6%	VF Corp.	-18,2%
Saint-Gobain	7,2%	Intel	-10,0%
AbbVie	7,2%	Pfizer	-6,3%



Met een verlies van 0,4% presteerde onze portefeuille marginaal beter dan de benchmark. Dit was geheel te danken aan de sectorkeuzes, vooral het niet beleggen in communicatiediensten, basismaterialen en energie. De aandelenkeuzes kostten performance. Onze selectie in technologie bleef flink achter door de slechte performance van Intel en Qualcomm en in mindere mate die van IBM en NXP. De positieve bijdragen van de selecties in consumptiegoederen (naast Ahold ook Danone), gezondheidszorg (naast AbbVie ook GSK) en industrie (naast Saint-Gobain ook Siemens) konden dit niet goedmaken.

De minder snel dan verwachte (of gehoopte) daling van de inflatie in de eurozone leidde tot een over de gehele linie oplopende kapitaalmarktrente. In de vier grote eurolanden steeg zowel de 10-jaars als de 30-jaars rente met ongeveer 0,35%-punt. Met 2,7% lag de 10-jaars rente in Duitsland eind februari weer ruim boven het niveau van eind 2022. Hetzelfde gold voor Frankrijk (3,1%), Spanje (3,6%) en Italië (4,5%). In Nederland kwam de 10-jaars rente op de laatste dag van de maand voor het eerst sinds de zomer van 2011 weer boven de 3%. De rente op *investment grade* bedrijfsobligaties steeg nog iets sterker dan die op staatsobligaties, met 0,45%-punt, tot 4,53%. Dankzij de gemiddeld kortere looptijd presteerde de benchmark voor bedrijfsobligaties (-/-1,4%) iets beter dan die voor staatsobligaties (-/-2,3%). Het rendement van onze obligatieportefeuille (-/-2,2%) bleef marginaal achter bij dat van onze benchmark (-/-2,1%).

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark

	2018	2019	2020	2021	2022	feb	2023	2018-2022 per jaar
Zeer Defensief	-1,72%	4,89%	3,27%	-2,26%	-15,41%	-2,07%	-0,30%	-2,52%
- benchmark	0,37%	5,66%	3,82%	-2,74%	-16,37%	-1,98%	0,09%	-2,18%
Defensief	-0,37%	12,20%	1,60%	6,23%	-12,93%	-1,51%	0,92%	0,99%
- benchmark	-1,06%	12,24%	5,04%	5,69%	-15,00%	-1,51%	1,48%	0,94%
Neutraal	0,46%	16,62%	0,54%	11,97%	-11,28%	-1,15%	1,72%	3,19%
- benchmark	-2,08%	16,77%	5,65%	11,63%	-14,14%	-1,20%	2,42%	2,97%
Offensief	1,29%	21,09%	-0,46%	17,76%	-9,65%	-0,80%	-0,81%	5,37%
- benchmark	-3,16%	21,39%	6,09%	17,84%	-13,31%	-0,88%	3,35%	4,96%
Zeer Offensief	2,16%	26,51%	-1,51%	25,12%	-7,65%	-0,38%	3,45%	8,02%
- benchmark	-4,59%	27,32%	6,41%	26,00%	-12,34%	-0,49%	4,53%	7,38%

Vooruitblik

Voor de komende maanden houden wij nog steeds rekening met min of meer zijwaarts bewegende aandelenkoersen tot er meer duidelijk is over de trend in de inflatie en het rentebeleid. Mee- of tegenvallende economische indicatoren en inflatiecijfers kunnen tussentijds wel tot flinke bewegingen leiden. Datzelfde geldt voor de koersen van individuele bedrijven bij de publicatie van cijfers en de daarbij uitgesproken toekomstverwachtingen. In onze aandelenportefeuille blijven wij dan ook de nadruk leggen op bedrijven die door de aard van hun producten of diensten of hun marktpositie in staat zijn om hogere kosten door te berekenen aan hun afnemers. Dat neemt niet weg dat alle bedrijven in mindere of meerdere mate afhankelijk zijn van de algemene economische situatie. Ook wij hebben meer en minder cyclische bedrijven in portefeuille. Een onverhoopte loon-prijsspiraal die via een nog krappere monetair beleid de economie in een diepe recessie stort raakt vrijwel alle bedrijven. Daarom blijven wij ook scherp kijken naar de financiële positie van onze bedrijven en uiteraard ook naar het waarderingniveau.



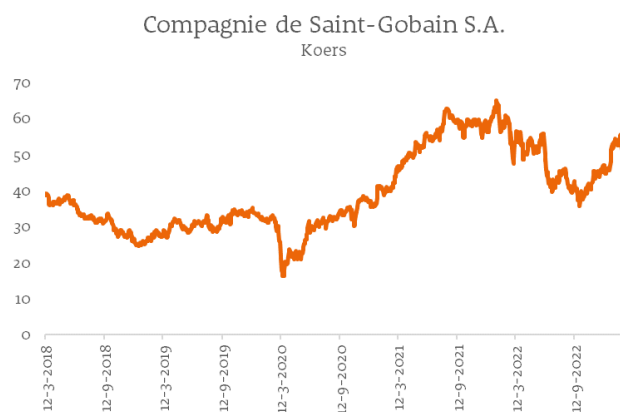
Voor obligaties blijft het beeld ook nog troebel. De nominale rentes liggen dan wel weer op niveaus die jarenlang niet gezien zijn, maar de reële rentes zijn nog fors negatief. Wij houden dan ook vast aan onze neutrale positie en hebben nog steeds een bovengemiddeld grote positie in *investment grade* bedrijfsobligaties vanwege het hogere effectieve rendement.

Mee- en tegenvallende jaarcijfers van bedrijven in de portefeuille

De meeste ondernemingen in onze portefeuille hebben inmiddels hun jaarcijfers over 2022 gepresenteerd. Zoals altijd waren er mee- en tegenvallers. Op een aantal hiervan gaan wij wat dieper in.

Ahold Delhaize verraste met veel beter dan verwachte cijfers. De winst per aandeel kwam uit op EUR 2,54, maar liefst 11% boven de gemiddelde verwachting van analisten van EUR 2,29. Ten opzichte van 2021 was de winstgroei 17%. De omzet kwam maar iets boven de consensusverwachting uit. De verrassing zat dan ook in de gerealiseerde marges. Vooral in de Verenigde Staten is Ahold Delhaize in staat gebleken om de hogere inkooprijzen door te berekenen aan de consument. De operationele marge kwam met 4,3% maar 0,1% lager uit dan die in 2021. Het dividend werd met 11% verhoogd naar EUR 1,05, hiermee komt het dividendrendement op basis van de slotkoers in februari uit op 3,5%. Beleggers beloonden deze meevallers door de koers van het aandeel 8% hoger te zetten.

Ook het aandeel **Saint-Gobain** reageerde positief na de publicatie van de cijfers. De koers steeg met 5%. Bij Saint-Gobain zat de verrassing niet in de gerealiseerde resultaten over 2022, maar in de uitgesproken verwachtingen. Sterker nog, met EUR 5,84 kwam de winst per aandeel 3% onder de verwachting uit. Maar door de positieve uitspraken over de vooruitzichten hebben analisten de verwachtingen voor de komende jaren aangepast. Zo is de verwachte winst per aandeel voor 2025 verhoogd van EUR 6,50 naar EUR 6,87. Op zich is deze bijstelling niet zo groot, maar in de waardering van het aandeel was eerder een winstwaarschuwing dan een meevaller verwerkt. De waardering is na de koersstijging in onze ogen overigens nog steeds laag. Met 10,3 ligt deze nog ver onder de historische koers/winst verhouding van Saint-Gobain van gemiddeld 19,6 over de afgelopen 13 jaar. Het huidige dividendrendement van 3,6% is ruim boven het marktgemiddelde van 2,2% en het dividend zal in de komende jaren naar verwachting met ongeveer 10% per jaar stijgen.



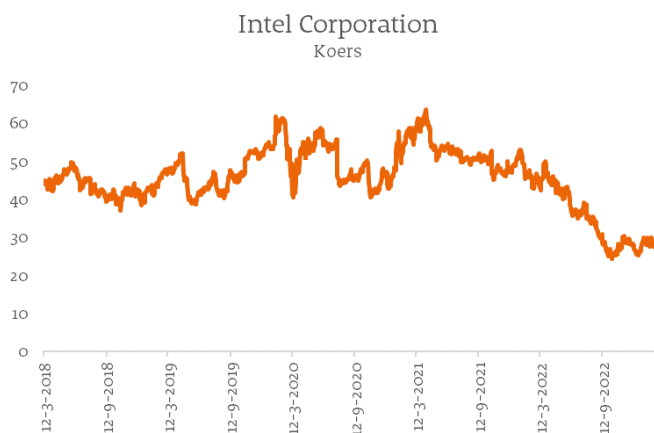


AbbVie steeg met 3% na publicatie van de cijfers en met 7% in de maand februari. De koersstijging was ons inziens het gevolg van betere dan verwachte omzetcijfers en vooruitzichten voor de medicijnen Rinvoq (voor de behandeling van reuma) en Skyrizi (tegen psoriasis). Bij AbbVie maken beleggers zich al langer zorgen over de afnemende omzet van het medicijn Humira. Van deze ontstekingsremmer lopen wereldwijd de patenten af zodat concurrenten steeds meer alternatieven op de markt brengen. Humira is met een omzet van ongeveer USD 20 miljard goed voor 35% van de omzet van AbbVie en daarmee veruit het belangrijkste medicijn van het bedrijf. Maar de recente cijfers laten zien dat Rinvoq en Skyrizi de afnemende omzet van Humira zullen kunnen compenseren. Analisten verwachten dat deze twee medicijnen in 2025 samen een omzet van meer dan USD 17,5 miljard zullen behalen en in 2027 al meer dan de piek omzet van Humira van rond de USD 21 miljard.

Naast meevallers waren er ook enkele tegenvallers. In sommige gevallen reageerde de koers negatief na de publicatie van de cijfers. Maar ook kondigden twee bedrijven in onze portefeuille bij de publicatie onverwacht een verlaging van het dividend aan.

Het aandeel **VF Corporation** presteert al langer slecht. VF Corp is actief in de zeer cyclische kledingbranche. Dankzij de “outdoor” merken The North Face en Timberland draaide het bedrijf ook goed tijdens de coronalockdowns omdat buitenactiviteiten een vlucht namen. In deze jaren had VF Corp dus geen problemen met de vraag naar hun producten maar wel om die te leveren door problemen in de toeleveringsketens. En juist toen de leveringen weer volop op gang kwamen daalde het consumentenvertrouwen waardoor de omzet afnam en de voorraden stegen. Omdat de kledingbranche trendgevoelig is daalt de marge van VF Corp flink, want deze voorraden kunnen alleen met grote kortingen verkocht worden. De omzet bleef in 2022 redelijk op peil maar de winst per aandeel daalde fors.

Omdat de EBITDA (de bruto winst voor rente, belasting en afschrijvingen) daalt, en de schulden vooral door de overname van Supreme in 2020 redelijk hoog zijn, is de schuld ten opzichte van de EBITDA toegenomen. Deze is nu bijna 4 terwijl een verhouding van onder de 2 als wenselijk gezien wordt. Wij vonden de schuldratio ook hoog, maar geen onoverkomelijk probleem omdat de winst naar verwachting weer zal stijgen. Het management van VF heeft echter besloten om het dividend te verlagen om de vermogenspositie sneller te verbeteren. Voortaan keert VF 50% van de winst als dividend uit. Zonder de verlaging zou het nu bijna 90% zijn. Hoewel verlagen van het dividend als een logische oplossing klinkt hadden wij het niet verwacht omdat VF al 49 jaar lang het dividend elk jaar heeft verhoogd. En ook in die periode zijn er jaren geweest dat het dividend meer dan 50% van de winst bedroeg. Door de forse koersdaling komt het dividendrendement na de verlaging nog uit op 4,8%. Op basis van de uitspraken van het management verwachten wij dat het dividend ook weer snel wordt verhoogd wanneer de winst herstelt. Voor het boekjaar 2024-2025 wordt een winst per aandeel van USD 2,90 verwacht, het dividend zal dan ook weer naar minimaal USD 1,40 kunnen. Na de verlaging is dit nu USD 1,20.



Ook de aandelenkoers van Intel staat al langer onder druk. Intel heeft nog niet de stap kunnen maken naar het ontwerpen van microprocessors die net zo klein en snel zijn als die van een grote concurrent als AMD. Intel heeft aangekondigd een inhaalslag te gaan maken, maar dit gaat gepaard met erg grote investeringen. In deze innovatieve markt zijn de investeringen in onderzoek en ontwikkeling altijd hoog. Intel investeert nu ongeveer USD 15 miljard op jaarbasis, rond de 20% van de omzet. Om weer aan

te haken bij de concurrenten wil Intel deze investeringen opschroeven naar ruim USD 20 miljard per jaar. Omdat de omzet juist gedaald is komt de verhouding op 35-40%.

Beleggers maakten zich al zorgen of het dividend van Intel nog wel houdbaar was bij zulke hoge investeringen. Maar omdat Intel weinig schulden heeft had het ook geld kunnen lenen voor de investeringen. Toch heeft het management van Intel besloten om het dividend met maar liefst 65% te verlagen, van USD 1,46 naar USD 0,50 per jaar. Dit levert een jaarlijkse besparing van USD 6 miljard op.

Na de verlaging komt het dividendrendement bij de huidige koers uit op 1,9%. Dit is onder het marktgemiddelde. Daarnaast heeft het management weliswaar uitgesproken dat het dividend in de toekomst weer omhoog kan, maar zonder dit te koppelen aan een bepaalde uitkeringsdoelstelling.

Vanwege de zorgen die wij ook al langer hebben over Intel hadden wij het belang in de portefeuille laten afnemen door niet bij te kopen na de forse koersdaling. Wij beraden ons nog of wij de positie zullen aanhouden of verkopen. Wij vinden het positief dat Intel investeert om aan te haken bij de concurrentie en daarmee in hernieuwde groei. Maar of dit lukt is nog de vraag. En als dividendbelegger zijn wij teleurgesteld over het ontbreken van een concrete uitspraak over het toekomstige dividendbeleid. Indien wij het aandeel aanhouden zal het belang relatief klein blijven en zullen wij het pas bij meer bevestiging van toekomstige groei uitbreiden.

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.