



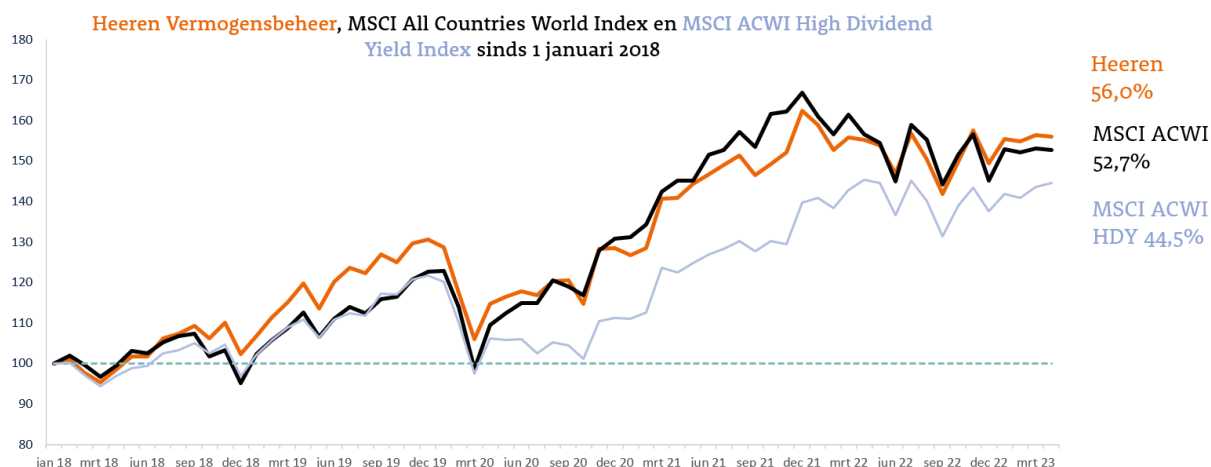
- Aandelenmarkten komen nauwelijks van hun plaats
- Onze aandelenportefeuille presteert in lijn met de benchmark
- Weinig beweging op kapitaalmarkten eurozone
- Vooruitzichten aandelenmarkten: glas half leeg of half vol?

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

Terugblik april

In april maakten aandelenbeleggers zich minder zorgen om de onrust in de bankensector. Daar kwamen andere zorgen voor terug. Door de onverwachte aankondiging van een productiebeperking door de OPEC+ landen kwam de inflatieangst weer op de voorgrond. Ook de macro-cijfers in de VS gaven aanleiding tot zorg. De banengroei viel tegen en de werkloosheid liep sterker op dan verwacht. In Europa bleek de economie aan een recessie ontsnapt, maar blijft de inflatie hardnekkig hoog. Op sommige dagen werd de economische vertraging positief uitgelegd (“einde aan de renteverhogingen”), op andere dagen negatief (“lagere bedrijfswinsten”). Uiteindelijk verloor de MSCI All Countries World Index 0,2% in april.

De zorgen van beleggers over economie en inflatie vertaalden zich in een relatief goede performance van defensieve sectoren zoals consumptiegoederen (+2,1%) en gezondheidszorg (+1,8%). De energiesector (+2,4%) was koploper dankzij de hogere olieprijs. Meer conjunctuurgevoelige sectoren zoals basismaterialen (-/-1,9%) en duurzame consumptiegoederen -/-2,4%) bleven achter. Binnen de sector technologie (-/-2,2%) hadden de producenten van halfgeleiders last van berichten over een tegenvallende orderinstroom.



Europese aandelen presteerden het beste in april met een rendement van 2,5%. De relatief grote technologiesector en de licht lagere dollar drukten het rendement in Noord-Amerika (-/-0,3%). De overige regio's bleven nog wat verder met de opkomende markten (-/-2,7%) als hekkensluiter.



April 2023			
Koplopers		Achterblijvers	
Medtronic	12,6%	NXP Semiconductors	-12,6%
Haleon	9,6%	Texas Instruments	-11,0%
Roche	8,8%	Cisco Systems	-9,9%

Onze aandelenportefeuille bleef met een rendement van $-/-0,3\%$ marginaal achter bij de benchmark. Dat was geheel te wijten aan de aandelenkeuzes in de sector technologie. Naast de hierboven genoemde drie bleven ook Qualcomm ($-/-9\%$), Corning ($-/-7\%$) en IBM ($-/-5\%$) achter. In de meeste andere sectoren droeg de selectie juist positief bij aan het rendement. Behalve de drie koplopers vielen ook Starbucks (+9%), Vinci (+8%), Coloplast (+8%), Allianz (+7%) en Unilever (+6%) in positieve zin op. Ook onze bovengemiddeld grote positie in Europese aandelen en het niet beleggen in de overige regio's leverde rendement op.

Op de obligatiemarkten in de eurozone hielden inflatieangst en recessievrees elkaar ongeveer in evenwicht. De rentes op staatsobligaties stegen marginaal, voor de meeste looptijden met minder dan 0,1%-punt. Eind april lagen de Duitse, Franse, Spaanse en Italiaanse 10-jaars rente op respectievelijk 2,4%, 2,9%, 3,4% en 4,2%. De rente op euro *investment grade* bedrijfsobligaties daalde juist marginaal, met 0,1% tot 4,1%. Obligaties uitgegeven door financiële instellingen profiteerden voor de afgenomen onrust in de bankensector. Onze obligatiebenchmark behaalde in april een rendement van 0,1%. Dankzij ons grotere belang in *investment grade* bedrijfsobligaties kwam het rendement van onze obligatieportefeuille iets hoger uit, op 0,2%.

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark

	2018	2019	2020	2021	2022	apr	2023	2018-2022 per jaar
Zeer Defensief	-1,72%	4,89%	3,27%	-2,26%	-15,41%	0,16%	1,82%	-2,52%
- benchmark	0,37%	5,66%	3,82%	-2,74%	-16,37%	0,14%	2,14%	-2,18%
Defensief	-0,37%	12,20%	1,60%	6,23%	-12,91%	0,03%	2,58%	0,99%
- benchmark	-1,06%	12,24%	5,04%	5,69%	-15,00%	0,04%	3,05%	0,94%
Neutraal	0,46%	16,62%	0,54%	11,97%	-11,25%	-0,06%	3,07%	3,20%
- benchmark	-2,08%	16,77%	5,65%	11,63%	-14,14%	-0,02%	3,65%	2,97%
Offensief	1,29%	21,09%	-0,46%	17,76%	-9,61%	-0,15%	3,56%	5,38%
- benchmark	-3,16%	21,39%	6,09%	17,84%	-13,31%	-0,08%	4,25%	4,96%
Zeer Offensief	2,16%	26,51%	-1,51%	25,12%	-7,59%	-0,25%	4,15%	8,04%
- benchmark	-4,59%	27,32%	6,41%	26,00%	-12,34%	-0,16%	4,99%	7,38%

Vooruitblik

Met de recente renteverhoging door de Federal Reserve lijkt de piek in de VS bereikt. De ECB is nog niet zover, maar ook daar zal de piek naar verwachting in de komende maanden bereikt worden. Daarmee verschuift de vraag naar het moment wanneer de centrale banken de rente weer zullen verlagen. Veel marktpartijen verwachten dat de Fed daar in de tweede helft van het jaar al mee zullen beginnen, wat een stimulans voor aandelenmarkten kan zijn. Fed voorzitter Powell ziet de rente echter voorlopig nog hoog blijven.

De tot nu toe gepubliceerde kwartaalcijfers van de grote Amerikaanse en Europese bedrijven overtroffen in respectievelijk 78% en 70% van de gevallen de verwachtingen van analisten. Dit lijkt echter meer een teken van goed verwachtingenmanagement dan van kracht, want de



verwachte winstgroei voor de Amerikaanse S&P 500 voor dit jaar is 1,4%, en 0,1% voor de Europese Stoxx 600. De koersreacties na de publicatie van cijfers door individuele bedrijven weerspiegelen meestal ook niet de behaalde resultaten maar de door het management uitgesproken verwachtingen. Terughoudendheid werd vaak afgestraft. Ook voor de vooruitzichten van de aandelenmarkten draait het om de verwachtingen. En die zijn vooralsnog positief. Analisten verwachten nu een winstgroei voor de S&P 500 van 11,8% voor 2024. Voor de Stoxx 600 is nog geen raming voor geheel 2024 bekend, maar voor de eerste twee kwartalen is de consensus dat de winsten met zo'n 6% zullen groeien. De vraag is wel of deze winstverwachtingen overeind zullen blijven met de economische vertraging en de hardnekkig hoog blijvende inflatie. En ook wanneer beleggers de winstverwachtingen voor volgend jaar gaan meenemen in hun beslissingen.

Wij denken dat veel marktpartijen de komende maanden de kat nog uit de boom zullen blijven kijken. En zien dan ook geen grote koersstijgingen in het verschiet. Voor beleggers met liquiditeiten en een langere termijn horizon biedt dit mogelijkheden om het aandelenbelang (gefaseerd) uit te breiden.

Vinci

Vinci is een Franse bouwonderneming, opgericht in 1899 als Société Générale d'Entreprises (SGE). In 2000 nam SGE het bouwbedrijf GTM over en werd hiermee het grootste bouwbedrijf ter wereld, wat het nog steeds is. In hetzelfde jaar werd de naam veranderd in Vinci. De activiteiten van Vinci zijn verdeeld in vier divisies. Vinci Construction, Vinci Concessions, Eurovia en Vinci Energies. Vinci Construction, waar de wereldwijde aannemerij-activiteiten onder vallen, was in 2022 goed voor 47% van de omzet. Vinci Concessions beheert in opdracht van overheden onder andere autosnelwegen en parkeerterreinen. Hieronder vallen ook enkele grote belangen in de Franse tolwegmaatschappijen Cofiroute en ASF. Vinci Concessions is goed voor 16% van de omzet maar zorgt maar liefst voor 57% van de winst. Eurovia legt onder andere (spoor) wegen en landingsbanen aan. Vinci Energies richt zich op energienetwerken. Het concern is wereldwijd actief, maar het grootste deel van de omzet komt nog steeds uit Frankrijk. In 2022 was dat 45%.

Bouwactiviteiten

Net als de meeste bouwondernemingen opereert Vinci Construction in een concurrerende markt met lage marges, waardoor een kleine tegenvaller kan resulteren in een flink verlies. De operationele marge van Vinci Construction kwam in 2022 ondanks de hoge inflatie uit op 3,8%, het hoogste niveau van de afgelopen 5 jaar. Vinci is dus goed in staat geweest om de hogere kosten door te berekenen in de eindprijs. De marge van 3,8% is

laag ten opzichte van de operationele marge van het concern van 11,1%. Maar beter dan die van pure bouwondernemingen zoals het Nederlandse BAM (3,5% in 2022) en het Duitse Hochtief (3,2%). De relatief hoge marge van Vinci Construction ten opzichte van de concurrenten komt omdat Vinci kritischer kan zijn welke projecten het aanneemt. Deze kritische houding kan het hebben door de hoge winstgevendheid van de andere activiteiten.



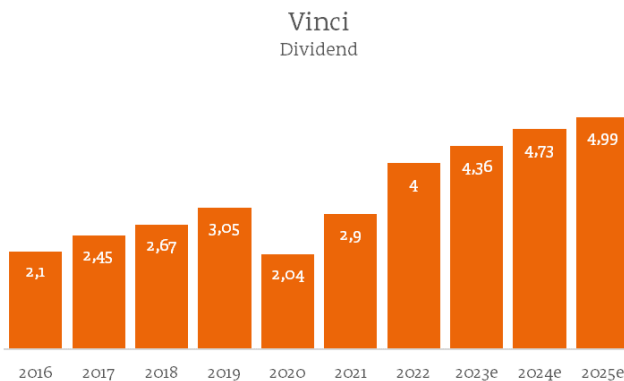


Concessies

De hoge marges die Vinci Concessions behaalt dankt het aan de positie als bijna-monopolist die het als concessiehouder heeft. Een concurrent kan immers niet zomaar een nieuwe snelweg of vliegveld aanleggen. Weliswaar is Vinci niet geheel vrij in de bepaling van de prijzen, maar kostenstijgingen door inflatie kan het compenseren. Dit zorgt voor stabiele kasstromen in reële termen. Natuurlijk is de omzet wel afhankelijk van het aantal auto's op de tolwegen en in de parkeergarages en van het aantal vliegbewegingen. De naweeën van de coronapandemie zijn dan ook nog zichtbaar. Het beheer en onderhoud van tolwegen en parkeerfaciliteiten is geconcentreerd in Europa waar de restricties al eerder waren losgelaten. Het verkeer op de weg zat in 2022 alweer boven het niveau van vóór corona. Hierdoor steeg de omzet rondom automobilititeit in het eerste kwartaal van 2023 met 4,5%. Het aantal vliegbewegingen is pas later gaan herstellen. Dat wordt namelijk deels bepaald door het vliegverkeer van en naar Azië, waar langer restricties golden. In het eerste kwartaal steeg de omzet van de vliegvelden met maar liefst 89% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2022. Het aantal passagiers bij Vinci Airports lag in het eerste kwartaal op 88% van het aantal in het pré-corona jaar 2019. Er is dus nog ruimte voor verdere groei.

De meeste concessies van Vinci Concessions hebben een lange looptijd (looptijden van 30 jaar of langer bij aanvang zijn vaak de standaard). Maar ook langdurige contracten zijn eindig, en worden dan opnieuw aanbesteed. Van enkele tolwegen in Frankrijk lopen tussen 2034 en 2036 de contracten af. Als concessiehouder heeft Vinci wellicht een voorsprong op concurrenten, maar zeker is verlenging niet. In dat geval zou dat Vinci ongeveer 10% van de totale omzet kosten met een operationele marge van 53%. Omdat Vinci ook continu bezig is met het verwerven van nieuwe concessies maken wij ons daar geen grote zorgen over.

Vooruitzichten en waardering



De vooruitzichten van Vinci zijn prima. De omzet van de vliegvelden zal verder herstellen en er lopen op korte termijn geen concessies af. Vinci Construction heeft een goed gevuld orderboek waardoor het kritisch kan blijven kijken naar nieuwe projecten. In 2021 heeft Vinci Energies het bedrijf Cobra IS overgenomen, onder andere actief in projecten voor energiewinning waarin duurzame energie een steeds belangrijke rol speelt. Dit onderdeel van Vinci behaalt nu nog geen

10% van de concernomzet maar zal naar verwachting bovengemiddeld groeien. Ook verwacht Vinci synergievoordelen uit eerdere kleinere overnames. Voor dit jaar verwachten analisten een omzetstijging van 8% en een stijging van de winst met 9%. Voor de jaren 2024 en 2025 verwachten zij een gemiddelde jaarlijkse winststijging van 6%. Vinci heeft een beleid om 50% van de winst uit te keren als dividend, dat zal dan ook met 6% per jaar stijgen.

De koers/winst verhouding van Vinci schommelt de afgelopen 10 jaar tussen de 14 en 16. Dit is iets onder het marktgemiddelde, vooral door de lagere waardering van bouwondernemingen door het cyclische karakter en de lage marges. De huidige koers/winst verhouding voor 2023 van 13,4 ligt onder de bandbreedte. Door de verwachte winststijging komt de koers/winstverhouding voor 2025 uit op 11,9. Daarmee liggen de huidige en de toekomstige waardering onder Vinci's historische bandbreedte. De waardering ligt ook onder het marktgemiddelde van 15,6 en het gemiddelde voor



de sector industrie van 17,6. Het dividendrendement van 4,0% is bovengemiddeld vergeleken met dat van de MSCI ACWI (2,2%) en de MSCI World Industrials (2,0%).

Op basis van de goede winstvooruitzichten, de relatief lage waardering en het hoge dividendrendement zijn wij erg blij dat wij dit aandeel onlangs hebben toegevoegd aan onze portefeuille.

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.