

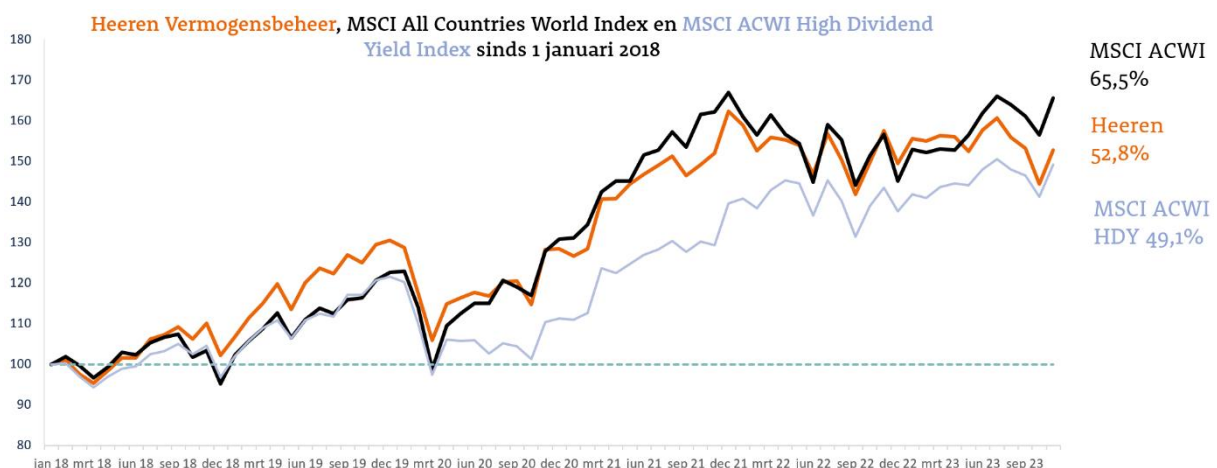


- Aandelenmarkten boeken flinke winsten
- Onze aandelenportefeuille volgt de markt
- Kapitaalmarktrentes eurozone dalen fors
- Omgevingsfactoren voor aandelen en obligaties weinig veranderd

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 2,1% voor de wereldindex. Mocht u meer informatie willen, neem dan contact op met onze specialist Michel Schooneman.

Terugblik november

Na een sterke start voelde Fed-voorzitter Powell de noodzaak om het enthousiasme van beleggers wat te temperen door te herhalen dat verdere renteverhogingen zullen volgen wanneer dat nodig is om de inflatie onder controle te krijgen. Dit werkte tijdelijk, maar medio november gaf een meevallend inflatiecijfer in de VS de markten een nieuwe impuls. Zowel aandelen- als obligatiebeleggers vatten dit op als een teken dat de rentepiek bereikt is. Aandelen- en obligatiekoersen gingen over een breed front omhoog en ook de meer risicovolle segmenten zoals high yield obligaties profiteerden volop mee. Uiteindelijk boekte onze benchmark, de MSCI All Countries World Index, een rendement van 5,8% in november, het beste resultaat van 2023 tot dusverre. Europese (+6,4%) en Noord-Amerikaanse aandelen (+6,0%) presteerden bovengemiddeld, de overige regio's bleven iets achter. Bij de opkomende markten was dit vooral te wijten aan het negatieve rendement van Chinese aandelen omdat zowel de economie en de vastgoedmarkt daar nog in het slop zitten.



Met dank aan het verbeterde rentesentiment was de sector technologie (+10,0%) de best presterende sector in november. Met rendementen tussen 6% en 7% presteerden ook industrie, financiële diensten en duurzame consumptiegoederen bovengemiddeld. De dalende olie- en gasprijen maakte de sector energie (-/-2,3%) tot de grootste achterblijver. Ook de meer defensieve sectoren consumptiegoederen (+1,1%) en gezondheidszorg (+2,4%) presteerden ruim onder het gemiddelde.



November 2023			
Koplopers		Achterblijvers	
Siemens	23,2%	Cisco Systems	-9,8%
Inditex	17,2%	Ahold Delhaize	-5,1%
Saint-Gobain	16,4%	CVS Health	-3,6%

Met een rendement van 5,9% presteerde onze aandelenportefeuille in lijn met de benchmark. Onderliggend waren er flinke afwijkingen. Het niet beleggen in energie droeg positief bij aan het rendement, maar dit werd tenietgedaan door ons groter dan gemiddelde belang in de achterblijvende sector consumptiegoederen. Binnen de sectoren droeg de selectie in industrie sterk bij aan het rendement. Naast Siemens en Saint-Gobain presteerden ook Caterpillar en Vinci uitstekend. In de sector duurzame consumptiegoederen gold hetzelfde voor Garmin en VF Corp. naast uitblinker Inditex. De selectie in technologie en consumptiegoederen kostte rendement. In eerstgenoemde sector presteerden NXP en Qualcomm ruim bovengemiddeld, maar bleven de andere posities achter. In laatstgenoemde sector bleven naast Ahold ook Unilever en Heineken achter.

De koopwoede van obligatiebeleggers leidde tot een scherpe daling van de kapitaalmarktrentes in de eurozone. De 10-jaars en de 30-jaars rente in Duitsland, Frankrijk en Spanje daalde met 0,3%-punt. In Italië was de daling met 0,45%-punt nog iets groter. Eind november was de Duitse 10-jaars rente 2,5%, gelijk aan het niveau van eind 2022. Ook de Franse en Spaanse 10-jaars rente lagen met respectievelijk 3,1% en 3,5% rond het niveau van eind vorig jaar. In Italië ligt de 10-jaars rente zelfs 40 basispunten lager op 4,3%. De 30-jaars rentes zijn, behalve in Italië, wel wat gestegen ten opzichte van eind 2022. De rente op de iets risicovollere euro investment grade bedrijfsobligaties daalde met 0,4%-punt tot 4,1%, 0,2%-punt minder dan eind 2022. Het rendement van onze obligatiebenchmark bedroeg 2,7% in november. Onze obligatieportefeuille behaalde hetzelfde rendement, ondanks ons grotere belang in bedrijfsobligaties die minder rentegevoelig zijn door de gemiddeld kortere looptijd.

Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark

	2018	2019	2020	2021	2022	nov	2023	2018-2022 per jaar
Zeer Defensief	-1,72%	4,89%	3,27%	-2,26%	-15,41%	2,60%	3,46%	-2,52%
- benchmark	0,37%	5,66%	3,82%	-2,74%	-16,37%	2,60%	3,69%	-2,18%
Defensief	-0,37%	12,20%	1,60%	6,23%	-12,91%	3,53%	3,04%	0,99%
- benchmark	-1,06%	12,24%	5,04%	5,69%	-15,00%	3,53%	6,75%	0,94%
Neutraal	0,46%	16,62%	0,54%	11,97%	-11,25%	4,16%	2,77%	3,20%
- benchmark	-2,08%	16,77%	5,65%	11,63%	-14,14%	4,15%	8,80%	2,97%
Offensief	1,29%	21,09%	-0,46%	17,76%	-9,61%	4,78%	2,50%	5,38%
- benchmark	-3,16%	21,39%	6,09%	17,84%	-13,31%	4,77%	10,87%	4,96%
Zeer Offensief	2,16%	26,51%	-1,51%	25,12%	-7,59%	5,55%	2,17%	8,04%
- benchmark	-4,59%	27,32%	6,41%	26,00%	-12,34%	5,54%	13,47%	7,38%



Vooruitblik

De omgevingsfactoren voor de financiële markten zijn niet wezenlijk veranderd sinds een maand geleden. Nog altijd een kwestie van plussen en minnen. De Amerikaanse economie zal naar verwachting in een wat lager tempo blijven doorgroeien terwijl die in Europa ook in 2024 blijft kwakkelen. De inflatie zal zowel in de VS als in Europa afnemen door lagere prijzen van energie en grondstoffen. Maar dit zal waarschijnlijk wel met horten en stoten gaan. Want bedrijven zullen de loonstijgingen die dit jaar zijn afgesproken langzamerhand gaan doorberekenen aan hun afnemers, wat de inflatie weer opdrijft. Een ruimere arbeidsmarkt in 2024 zal hier mogelijk soelaas bieden. Analisten verwachten dat de bedrijfswinsten volgend jaar in de VS met ruim 11% en in Europa met zo'n 10% zullen groeien. Dat is wellicht iets aan de optimistische kant gezien de bescheiden groeiverwachtingen en de stijgende loonkosten.

De matige economische groei en een dalende inflatie bieden wel ruimte aan de Fed en de ECB om volgend jaar de rente te gaan verlagen. Wanneer zij daarmee zullen beginnen en in welk tempo zal afhankelijk zijn van economische cijfers. Want de centrale banken zullen niet te vroeg willen beginnen of te snel willen verlagen met het risico verlagingen weer terug te moeten draaien. Het voorschot dat beleggers in november op de verwachte renteverlagingen hebben genomen kan dan ook te groot geweest blijken te zijn. Maar voor de wat langere termijn blijven wij positief gestemd over aandelen. Met een effectief rendement voor de benchmark voor euro staatsobligaties is deze categorie nog wel aantrekkelijk als alternatief voor spaargeld. Dit is wel afhankelijk van de fiscale situatie, omdat het veronderstelde rendement op obligaties waarschijnlijk ook in 2024 aanzienlijk hoger zal zijn dan dat voor spaargeld en deposito's.

Publicatie bedrijfscijfers

Al een aantal maanden zien wij dat de koersen van bedrijven zeer heftig reageren na de publicatie van hun resultaten. Soms omdat de cijfers mee- of tegenvallen, andere keren wanneer de door het management uitgesproken verwachtingen voor de toekomst beleggers teleurstellen of juist enthousiast maken. Deze maand bespreken wij een vijftal bedrijven in onze aandelenportefeuille waarbij dit het geval was. Bij Siemens, Garmin en Qualcomm was de reactie positief, bij Ahold Delhaize en Cisco negatief.

Siemens: op 16 november rapporteerde Siemens de jaarcijfers over het gebroken boekjaar 2022-2023. Over het vierde kwartaal kwam de omzet 2,5% hoger uit dan de verwachting van analisten en 13,3% boven de omzet over het derde kwartaal. Ook het orderboek groeide verder tot een totale waarde van EUR 111 miljard, hiermee is het orderboek groter dan de verwachte jaaromzet van EUR 81 miljard over 2024. Door de goede gerealiseerde cijfers en de positieve verwachtingen voor 2024 kondigde Siemens ook een dividendverhoging van 11% aan, dit is een grotere stijging van het dividend dan waarvan analisten uitgingen. Maar hiermee was het goede nieuws nog niet op. Ook kwamen de marges bij de divisies Smart Infrastructure en Digital Industries op recordniveaus uit dankzij hogere verkopen van software en digitale diensten. Deze producten hebben hogere winstmarges en de verwachting is dat deze hoge marges in de toekomst stand zullen houden. Het goede nieuws zorgde op de dag van aankondiging voor een koersstijging van 6,9%. Met een koers/winst verhouding van 15,6 voor het komende jaar is de waardering van Siemens momenteel iets hoger dan het marktgemiddelde van 14,9 maar nog wel iets onder het gemiddelde van de

sector industrie van 16,2. Wij hebben vooral door het goed gevulde orderboek en de aantrekkelijke waardering nog veel vertrouwen in het aandeel Siemens.

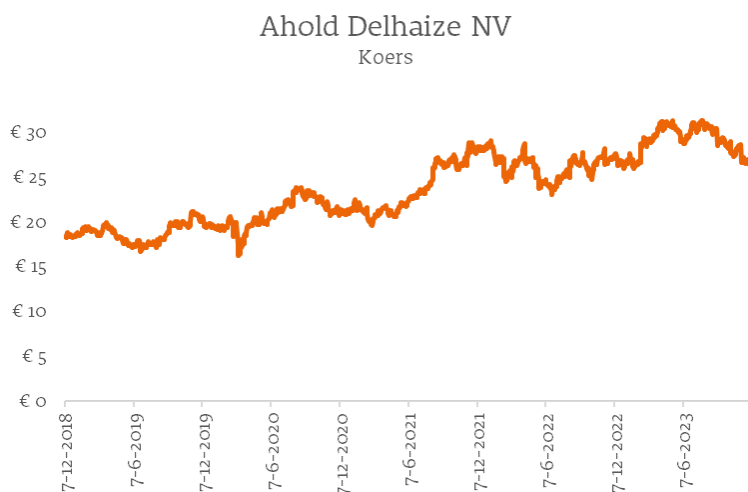
Garmin: op de dag dat Garmin de derde kwartaalcijfers publiceerde steeg de koers met maar liefst 10,7%. De winst kwam 6,8% hoger uit dan de consensus. Garmin is vooral bekend van de smartwatches voor sport en buitenactiviteiten. Maar het is ook een belangrijke producent van navigatiesystemen voor de scheep- en luchtvaart en de automobiellindustrie. Dit jaar

presteerde vooral de divisie voor de automobiellindustrie extreem goed met een jaar-op-jaar omzetstijging van 59%. Dit was mede te danken aan een verdere uitbreiding van de samenwerking met BMW. Ook de fitness divisie liet een prachtige 26% kwartaal-op-kwartaal omzetgroei zien. Voor het lopende kwartaal met daarin de feestmaand december is de verwachting dat de onlangs aangekondigde smartwatches “Venu 3” en “Vivoactive 5” voor een verdere stijging van de omzet gaan zorgen. Garmin heeft een koers/winstverhouding van 21,6 voor 2024, dit is ruim hoger dan het marktgemiddelde van 14,9 en het gemiddelde van 17,7 voor de sector duurzame consumptiegoederen. Maar door de sterke kaspositie die nu 7% van de marktwaarde vertegenwoordigt en de verwachte groei van de winst per aandeel van ongeveer 10% per jaar voor de komende 2 jaar blijven wij positief over Garmin.



Qualcomm: ook Qualcomm heeft een gebroken boekjaar. Bij de meest recente kwartaalcijfers kwamen ook de jaarcijfers over het boekjaar 2022-2023 uit. De cijfers kwamen op 1 november nabeurs uit en beleggers zetten de aandelenkoers de dag erna 5,8% hoger. De cijfers over het vierde kwartaal waren op zichzelf niet bijzonder. De omzet, winst en marge kwamen ongeveer uit in het midden van de door analisten voorspelde bandbreedte. Maar in de toelichting bij de cijfers gaf Qualcomm aan een stijgende vraag naar smartphones te zien. Voor 2024 verwacht het bedrijf een omzetgroei van 10% bij de componenten voor mobiele telefoons, ondersteund door een verwachte groei van 35% bij Chinese smartphonefabrikanten. Dit bericht zorgde niet alleen voor een stijging van de koers van Qualcomm maar voor de gehele markt en de technologiesector in het bijzonder. De NASDAQ-100 steeg op 2 november met 1,7%. De waardering van Qualcomm is gelijk aan die van de markt met een koers/winst verhouding van 14,9 maar veel lager dan die van de sector technologie van 23,7. Qualcomm heeft momenteel nagenoeg geen schulden. Met de verwachte sterke kasstroom heeft het ruimte om overnames te doen, eigen aandelen in te kopen of het dividend sneller te verhogen. Al met al vinden wij Qualcomm nog altijd een zeer attractief aandeel.

Ahold Delhaize: de koers van Ahold Delhaize daalde met 7,2% na de publicatie van de meest recente kwartaalcijfers. De omzet kwam bij constante wisselkoersen 2,9% hoger uit op EUR 21,9 miljard, iets lager dan de eerder door Ahold zelf uitgesproken verwachting van EUR 21,95 miljard. De winst voor rente en belastingen kwamen ook lager uit dan de consensusverwachting van analisten. De grootste teleurstelling bij beleggers was echter de lagere marge in de Verenigde Staten. Tot voor kort kon Ahold de marges in de Verenigde Staten op peil houden, de hogere inkoopkosten konden doorberekend worden aan de klant. Volgens Ahold had vooral de vermindering van de voordelen van het “Federal Supplemental Nutrition Assistance Program” een grote negatieve impact op de resultaten van maar liefst 4% van de omzet. Dit



overheidsprogramma biedt voedselhulp aan mensen en gezinnen in de VS met een laag inkomen. Volgens het bedrijf heeft dit nog maar voor een paar kwartalen een negatieve impact. Ondanks de wat lagere omzet en winst was de vrije kasstroom wel hoger omdat er minder geïnvesteerd werd. Ahold kondigde dan ook aan dat het naast het betalen van een robuust dividend (het dividendrendement is nu 4,0%) in 2024 ook eigen aandelen

gaat inkopen voor EUR 1 miljard. Dit is ongeveer 4% van de huidige marktwaarde. De koers/winstverhouding voor 2024 is met 12,4 fors lager dan het marktgemiddelde. De winst per aandeel groeit naar verwachting de komende 2 jaar met 14% per jaar en het dividend met 7%. Voor ons zijn dit ruim voldoende redenen om het aandeel in portefeuille te houden.

Cisco kwam 15 november nabesurs met tegenvallende resultaten waarop het aandeel de dag erna met 9,8% daalde. De tegenvaller zat zeker niet in de cijfers over het afgelopen kwartaal. De winst per aandeel van USD 1,11 was 8% hoger dan de verwachte USD 1,03 en ook de omzet kwam niet veel maar wel 1% hoger uit dan ingeschat. Deze geweldige cijfers waren vooral te danken aan het terugdringen van achterstanden in de levering van verkochte producten. Voor 2024 is Cisco erg terughoudend. De omzetverwachting is met 5% naar beneden bijgesteld wat een omzetsdaling van 4% ten opzichte van 2023 impliceert. Door iets hogere marges komt de winst zoals het zich nu laat aanzien wel 1% hoger uit. Voor de langere termijn verwachten analisten een jaarlijkse omzetgroei van 3% voor Cisco. Voor een aandeel in de sector technologie is een groei van 3% beperkt. Maar deze groeiverwachting is exclusief de overname van Splunk. Die moet nog afgerond worden maar zal, zoals wij in onze vorige nieuwsbrief schreven, de omzetgroei van Cisco een flinke impuls geven. Daar komt bij dat de waardering van Cisco laag is. De gemiddelde koers/winst verhouding voor de sector technologie is 23,7, die van Cisco is 15,4. De combinatie van deze lage waardering en een groei die naar onze verwachting hoger zal uitkomen na afronding van de overname van Splunk geeft ons het vertrouwen dat de koers zal herstellen. Wij houden het aandeel Cisco dan ook in 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.