



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

2^e kwartaal 2019

Het tweede kwartaal is positief verlopen voor aandelenmarkten. De slechte maand mei werd gevolgd door een behoorlijk herstel in juni. Per saldo heeft de eerste helft van 2019 prima rendementen opgeleverd voor de aandelenbeurzen. Vooral defensieve aandelen ('low volatility') en de aandelen van grote (Amerikaanse) technologiebedrijven hebben het wederom goed gedaan. De extreem lage rente, aanhoudende monetaire stimulering en steeds meer ETF's die dezelfde strategie volgen, waardoor aandelen die in een grote of populaire index zitten steeds duurder worden, zijn de belangrijkste redenen hiervoor. Beleggers zijn per saldo bereid om voor dezelfde euro of dollar winst steeds meer te betalen, wat zich heeft vertaald in hoge(re) koersen met forse waarderingen.

De koersen van obligaties hebben na een sterk eerste kwartaal, ook een goed tweede kwartaal gehad. Centrale banken blijven de markten namelijk zeer ruim stimuleren. Daarbij zorgen mogelijke toekomstige renteverlagingen in de Verenigde Staten voor verder dalende rentes en risicopremies (de extra vergoeding op bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsleningen). Vooral Europese staats- en bedrijfsobligaties hebben een goed kwartaal achter de rug, in het bijzonder langlopende obligaties van Zuid-Europese landen en bedrijven.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 30-6-2019	%
AEX Index	562	15,1%
DAX Index	12398	17,4%
FTSE 100 Index	7426	10,4%
MSCI World Index (\$)	2178	15,6%
DJ Stoxx 600 Europe	385	14,0%
S&P 500 Index	2942	17,5%
EURUSD FX	1,1373	-0,7%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	244	6,9%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	233	6,6%

Achtergrond

De afgelopen maanden waren de schijnwerpers weer eens gericht op de Amerikaanse (FED) en Europese Centrale Bank (ECB). Zo liet de FED doorschemeren dat vanwege de afzwakkende economische groei een renteverlaging later dit jaar een serieuze optie is. De ECB heeft laten weten dat de rente nog gedurende lange tijd bijzonder laag zal blijven en dat ze voldoende mogelijkheden hebben voor extra stimulering van de economie. De aandelenbeurzen reageerden hier per saldo positief op en ook de obligatiekoersen stegen door.

Bij het beleid van de centrale banken zijn zo langzamerhand wel kanttekeningen te plaatsen. Het argument voor het ruime monetaire beleid is dat de inflatiedoelstelling van 2% niet wordt gehaald en dus additionele monetaire stimulering nodig blijft. Dit beleid is overigens al jaren gaande en de inflatiedoelstelling van 2% is nog steeds ver weg. Centrale banken gaan echter voorbij aan twee structurele ontwikkelingen, namelijk vergrijzing en technologische ontwikkeling. De eerste leidt tot lagere economische vraag.

De tweede zorgt voor steeds goedkopere productie, aangezien digitalisering als neveneffect heeft dat er steeds efficiënter en transparanter wordt gewerkt. Verder lijkt het erop dat de lage rente zelf ook een negatief effect heeft op de inflatie, hoewel hierover de meningen verdeeld zijn.



Afgezien van het feit dat de extreem lage rente en het ruime monetaire beleid tot op heden niet bijdragen aan hogere inflatie, heeft het huidige beleid ook negatieve bijwerkingen. Zo moeten pensioenfondsen en levensverzekeraars met steeds lagere toekomstige rendementen rekenen, wat een negatieve impact heeft op de dekkingsgraden. Banken worstelen met hun verdienmodel nu de rente zo laag is. Spaarders worden dubbel belast; géén rente op hun spaarrekening en wel vermogensrendementsheffing. Overheden gaan ondanks de lage rente niet meer investeren en hervormingen worden uitgesteld, omdat er geen urgentie is om te hervormen. De woningmarkt dreigt oververhit te raken, vanwege de stijgende vastgoedprijzen en oplopende huren. In Berlijn is onlangs zelfs een huurindexatiestop voor de komende vijf jaar afgekondigd.

ECB Voorzitter Draghi en FED voorzitter Powell staan standby

We zien het huidige beleid van monetaire stimulering en extreem lage rentes nog wel even doorgaan. Centrale banken lijken steeds meer plaats te nemen op de stoel van de politiek, waardoor vraagtekens te plaatsen zijn bij hun onafhankelijkheid. De lage rente zorgt wel voor ondersteuning van de financiële markten. De obligatiemarkt is inmiddels erg duur geworden. Op een groot deel van de Europese staatsleningen en op een klein deel van de Europese bedrijfsobligaties wordt een negatief rendement ontvangen. Pas als beleggers bereid zijn om voor 16 jaar geld uit te lenen aan de Nederlandse overheid lukt het om een miniem positief rendement te maken. De bijzondere omstandigheden in de obligatiemarkten nopen ons ertoe om vooral te investeren in obligaties met een relatief korte looptijd van goede debiteuren

en ook leningen met een variabele coupon aan te houden. Deze laatste categorie is namelijk erg goedkoop en gegeven de huidige, historisch lage renteniveaus mogen toekomstige rentestijgingen niet worden uitgesloten.

Hoewel niet zo duur als de obligatiemarkten is de aandelenmarkt in de breedte niet goedkoop. Vooral defensieve aandelen en aandelen van bedrijven met een sterk groeiprofiel zijn verhoudingsgewijs duur. Aandelen met een value karakter zijn in relatieve en absolute zin nog steeds goedkoop. Het waarderingsverschil met 'groei' aandelen is dermate hoog opgelopen, dat een inhaalslag voor deze value aandelen niet uit kan blijven.



Effectief rendement op 10-jaars Duits-staatspapier is actueel +/- 0,35% per jaar

Transacties

In de portefeuille zijn de SPDR S&P Emerging Markets dividend ETF, het H2O Barry Short Fund en het aandeel Signify geheel verkocht, omdat we elders betere kansen zien. In BAM en Qualcomm is een deel van de koerswinst verzilverd. De positie van BAM kreeg een te grote weging in de portefeuille waardoor ruim de helft van de positie is verkocht in de 1e helft van 2019. Voor de Amerikaanse chipproducent Qualcomm gold dat de schikking met Apple zeer goed op de beurs werd ontvangen, waarna besloten is om een deel van de koerswinst te verzilveren en de positie weer in lijn te brengen met de modelweging. Na de verkoop ging de koers van Qualcomm overigens ook weer flink onderuit. Eind mei gaf de Amerikaanse rechter de Amerikaanse toezichhouder (FTC) gelijk dat Qualcomm de mededingingsregels heeft overtreden en concurrenten en afnemers van hun chips niet fair zou behandelen. Qualcomm hoeft geen boete te betalen, maar wordt voor langere tijd onder toezicht geplaatst. Deze uitspraak is discutabel omdat er alternatieven voorhanden zijn en consumenten daarnaast niet nadelig behandeld zijn. Qualcomm gaat dan ook in beroep. Er is tevens een politiek spel gaande tussen de VS en China dat over de rug van Qualcomm en Huawei wordt uitgevochten. Denk hierbij aan de handelsoorlog in combinatie met de race om 5G.

In het verleden heeft de regering Trump al aangegeven dat Qualcomm van groot belang is voor de nationale veiligheid. Het lijkt dan ook een realistisch scenario dat in hoger beroep de uitspraak wordt afgezwakt, dan wel wordt verworpen. En ondanks deze korte termijn onzekerheid (lees: dit hoger beroep) mogen beleggers niet vergeten dat er met Apple een uitermate lucratieve deal is gesloten. Niet alleen betaalt Apple 4,8 miljard USD aan achterstallige betalingen, tevens is voor een periode van 6 jaar een samenwerkingsovereenkomst gesloten die het aandeel Qualcomm minimaal 2 dollar winst per aandeel per jaar zal opleveren. Tot slot heeft Qualcomm nog 7,8 miljard USD aan ruimte onder het bestaande aandelen inkoopprogramma van 30 miljard USD. Genoeg redenen om in het aandeel te beleggen.



De posities in Nokia, Pandora en Vodafone zijn verder verzwaaard. De negatieve koersreacties gaven aanleiding om bij te kopen, aangezien de onderliggende ontwikkelingen niet zo slecht zijn als de koersdalingen doen vermoeden. Zo is de koers van Pandora in de afgelopen drie jaar gedaald van 996 naar 240 Deense Kroon (DKK). In diezelfde periode is de omzet per saldo met 7% gestegen en de winst per aandeel gedaald van 53 naar 40 DKK. De koersdaling van Pandora is kortom disproportioneel groot gegeven de veel kleinere daling van het resultaat. Tel hierbij op dat het bedrijf weinig schuld bezit en een kasstroom heeft van bijna 17%. Op de huidige koers van 240 DKK betalen beleggers nog geen 6 x de winst per aandeel en daarmee komt het aandeel op de radar van private equity huizen die doorgaans meer betalen voor minder liquide bedrijven. Alles bij elkaar opgeteld is Pandora een zeer interessant aandeel waar wij een 'fair value' aan toekennen van 400 DKK.

De koers van TomTom was in aanloop naar de kapitaalruiggave van 3,22 euro per aandeel zonder noemenswaardige reden flink teruggevallen. Om hiervan te profiteren en om het belang in onze portefeuilles op hetzelfde niveau te houden, is de positie kort voor de kapitaalruiggave opgehoogd. Na de kapitaaluitkering en de omgekeerde aandelensplitsing blijft er een bedrijf over met ruim 400 miljoen euro cash op de balans met een consumententak (de navigatiekastjes) en de belangrijke afdeling locatietechnologie. Voor deze afdeling met kaarten en verkeersinformatie voor de steeds meer autonoom rijdende auto wordt naar ons idee te weinig waarde toegekend als we deze vergelijken met de waarderingen van concurrenten Here en Google Maps. De huidige beurswaarde van 1,3 miljard euro is dan ook te laag. Met toonaangevende klanten als Apple, Microsoft en Baidu in huis, in combinatie met de kwalitatief hoog aangeschreven digitale kaarten van TomTom, zien wij nog significante opwaartse potentie voor deze onderneming.

Er zijn nieuwe posities opgebouwd in AMG, Bristol-Myers Squibb, China Mobile en Wendel. AMG is een Nederlandse producent van metallurgische materialen die sinds 2007 beursgenoteerd is. De onderneming bestaat uit twee divisies, namelijk Advanced Materials en Engineering Systems. Advanced Materials betreft het ontwerp en de productie van speciale, zeldzame materialen zoals ferrovanadium, grafiet en tantalium. De tweede divisie Engineering Systems ontwerpt en maakt vacuüm ovensystemen die gebruikt worden bij de winning van vanadium en andere metalen. De afnemers komen uit de luchtvaart- en automobiellindustrie, waarbij de ovens worden gebruikt voor alles wat van doen heeft met brandstofefficiency. Na een aantal moeilijke jaren lijkt deze divisie in het afgelopen jaar een turn-around te hebben gemaakt. AMG onderzoekt of er voldoende interesse is onder investeerders om deze divisie te verzelfstandigen.

Met AMG beleggen we voor onze 'offensievere' portefeuilles in een onderneming die sterk inspeelt op duurzaamheidstrends en op alles wat met CO₂-reductie van doen heeft. AMG is een erg cyclische onderneming die sterk afhankelijk is van diverse grondstofprijzen. De koers van het aandeel is flink teruggevallen vanwege de economische groeivertraging en de wat tegenvallende outlook na de rapportage van zeer sterke cijfers over 2018. Op de huidige koers wordt, op basis van een 'normale' waardering van 7x EV/EBITDA voor de Advanced Materials divisie, nauwelijks nog waarde toegekend aan de nieuwe lithium faciliteit, Engineering Systems, verdere investeringen in projecten op het gebied van lithiumproductie en de vanadium recycling faciliteit.



Het Amerikaanse Bristol-Myers Squibb is een van 's werelds grootste farmaceutische ondernemingen. Bristol-Myers Squibb is vooral actief op het gebied van oncologie, hart- en vaatziekten, immunologie en virologie. Bristol-Myers Squibb is bezig om het biotechnologiebedrijf Celgene over te nemen. Ondanks weerstand onder diverse aandeelhouders omdat er te veel betaald zou worden, is de overname door zowel de eigen aandeelhouders als die van Celgene met grote meerderheid goedgekeurd. De overname zelf zal, onder voorbehoud van goedkeuring van de toezichhouders, in het eerste kwartaal van 2020 worden afgerond. Deze overname sluit qua aandachtsgebieden goed aan, zorgt voor verdere diversificatie van het productenpalet en de synergie-effecten zijn groot.

De aandelenkoers is flink teruggevallen mede naar aanleiding van deze acquisitie. Op de huidige koers is het aandeel aantrekkelijk geprijsd. In onze optiek is de markt te pessimistisch over de perspectieven en risico's van de combinatie Bristol-Myers Squibb en Celgene.

China Mobile is de grootste van de drie Chinese telecomoperators en is met ruim 900 miljoen klanten de grootste telecomoperator in de wereld. De onderneming groeit gestaag, is financieel gezond en haalt winstmarges die vergelijkbaar zijn met Westerse ondernemingen. De waardering is aantrekkelijk, er wordt een mooi dividend uitgekeerd en als de balans efficiënter ingezet wordt, dan is er aanzienlijk koerspotentieel voor het aandeel.

Het Franse Wendel is een investeringsmaatschappij met een historie van ruim 300 jaar en valt te vergelijken met het Nederlandse HAL of het Belgische Sofina. De portefeuille bestaat uit een brede mix van beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde participaties. De onderneming heeft in het afgelopen jaar diverse belangen verkocht en een actieve rotatie in de portefeuille doorgevoerd. De schuldgraad is weer op 0% uitgekomen en er is een inkoopprogramma van eigen aandelen gestart ter waarde van 200 miljoen euro. Tevens wordt het dividend verhoogd en wel naar 2,80 euro per aandeel. De actuele boekwaarde is bijna 160 euro per aandeel, terwijl de beurskoers bijna 30% lager handelt. Deze korting is naar ons idee te hoog gegeven de kwaliteit van de portefeuille en aandeelhouders-vriendelijke details als de inkoop eigen aandelen en een progressief dividendbeleid.

Conclusie

Ondanks afzwakkende economische vooruitzichten en de onzekerheden rond het Amerikaans Chinees handelsconflict en de Brexit kunnen beleggers terugzien op een mooie eerste helft van 2019. De lage rente en het zeer ruime monetaire beleid zijn hiervoor de belangrijkste redenen.

In de breedte is de markt niet goedkoop. Vooral obligaties, defensieve aandelen en groeibedrijven zijn duur. Beleggers lijken in deze segmenten de risico's uit het oog te hebben verloren.

Ambassador Vermogensbeheer blijft zich ondertussen richten op bedrijven en sectoren waarvan de koersen nog onvoldoende de waarde weergeven. Dit is in de praktijk de beste manier om rendement te behalen zonder de risico's uit het oog te verliezen.

Met name de aandelenmarkten in Europa en in opkomende markten bieden wat ons betreft nog goede kansen om bedrijven te vinden die ondergewaardeerd zijn, een trigger hebben om de onderwaardering eruit te laten lopen en die een net dividendrendement hebben.

Heeft u vragen, schroom dan niet om ons te bellen op tel. 035-2031035 of stuurt u een email naar info@ambassadorvermogensbeheer.nl

Namens Ambassador Vermogensbeheer

Dr. Ir. Mark de Bruijne CFA, dd. 5 juli 2019

DISCLAIMER

De informatie die u in deze "Investment Case" wordt aangeboden is samengesteld door de researchafdeling van Ambassador Vermogensbeheer. De in deze Investment Case vermelde gegevens zijn ontleend aan door Ambassador Vermogensbeheer betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Ambassador Vermogensbeheer streeft naar een zorgvuldige controle van deze informatie die zij in de Investment Case plaatst, zodat de informatie actueel, nauwkeurig, feitelijk juist en dus betrouwbaar is. Waar mogelijk controleert Ambassador Vermogensbeheer de betrouwbaarheid van informatie die zij zelf uit externe bronnen ontvangt. Ondanks deze voortdurende aandacht voor de kwaliteit van haar berichtgeving kan Ambassador Vermogensbeheer niet garanderen dat de informatie in deze Investment Case steeds correct of volledig is en aanvaardt Ambassador Vermogensbeheer geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. Voor de juistheid en volledigheid van de genoemde feiten, gegevens, meningen, verwachtingen en uitkomsten daarvan kan Ambassador Vermogensbeheer niet instaan. De informatie in de Investment Case zijn generiek van aard en houden derhalve geen rekening met de specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes van de ontvanger. De ontvanger mag de Investment Case dan ook niet aanmerken als een persoonlijk advies: de ontvanger dient zijn of haar eigen adviseur te raadplegen om te overleggen of het effect dat in deze Investment Case aan bod komt, voor hem of haar een passende investering is en of de aangeboden informatie in overeenstemming is met zijn of haar doelstellingen en risicoprofiel. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De verspreiding van de informatie in de Investment Case in andere jurisdicties dan in Nederland is mogelijk aan restricties onderhevig en de ontvanger van deze Investment Case dient zichzelf te informeren over eventuele restricties. Beleggen brengt risico met zich mee. De afnemer van de informatie is zelf verantwoordelijk voor de keuze en het gebruik van de informatie. De informatie in deze Investment Case is uitsluitend bedoeld om kennis te maken met de beleggingsvisie van Ambassador Vermogensbeheer en is geen aanbeveling of beleggingsadvies, noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. Aan de verstrekte informatie kunnen geen rechten worden ontleend.

Vergunningen: Ambassador Vermogensbeheer beschikt binnen het kader van de Wet op het financieel toezicht over de vereiste vergunningen van zowel AFM als DNB. Ambassador Vermogensbeheer is opgenomen in de registers van AFM en DNB en is aangesloten bij het DSI.

Ambassador Vermogensbeheer B.V.

Binnendoor 5
1261 EG Blaricum
T +31 (0)35 203 1035

info@ambassadorvermogensbeheer.nl

