



Market Update Q4 2018

2018 is het slechtste beursjaar geworden sinds 2008. De Amerikaanse beurs deed het met een daling van circa 6% nog relatief het beste. Europese beurzen en beurzen van opkomende markten daalden variërend van 10% tot 20%, waarbij China (CSI index) zelfs met 25% is gedaald. Verder was de scherpe daling van de olieprijs opvallend.

De wereldwijde obligatiemarkten hebben ook een negatief jaar achter de rug. Ook in het vierde kwartaal moesten de obligatiemarkten terrein prijsgeven. Het verder oplopen van de risicopremies is de belangrijkste verklaring hiervoor. De daling van de kapitaalmarktrente (m.a.w. de lange rente, niet te verwarren met de verhoging van de korte rente door de Amerikaanse Centrale Bank begin december) was onvoldoende om de stijging van de risicopremies te compenseren.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 31-12-2018	Year to date %
AEX Index	487,9	-10,40%
DAX Index	10.558,96	-18,30%
FTSE 100 Index	6.728,13	-12,50%
MSCI World Index (\$)	1.883,90	-10,40%
DJ Stoxx 600 Europe	337,65	-13,20%
S&P 500 Index	2.506,85	-6,20%
EURUSD FX	1,145	-4,70%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR		-3,80%
Iboxx Liquid Corp. TR Index		-1,00%

Achtergrond

In het vierde kwartaal kregen de grote politieke dossiers zoals Brexit en de handelsspanningen tussen China en de VS weer de overhand. Bovenop de politieke onzekerheid is de Europese economie licht aan het verzwakken. De inkoopmanagersindex (PMI) in de eurozone viel onder andere terug doordat de Duitse economie duidelijk aan het afkoelen is en de Franse economie last heeft van de vele stakingen door de oproer van de gele hesjes.

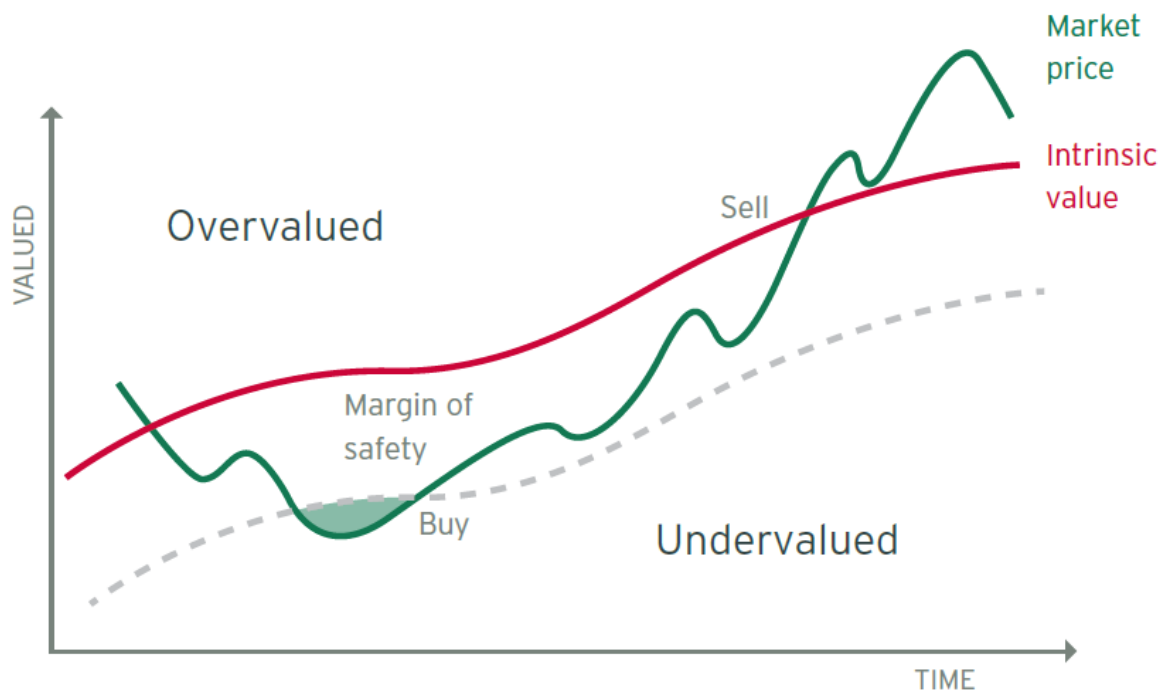
Per 31 december is het opkoopprogramma van staats- en bedrijfsobligaties door de Europese Centrale Bank (ECB), dat in maart 2015 is begonnen, beëindigd. Het doel van het programma was om zo de economie en de inflatie te stimuleren. De ECB heeft inmiddels

voor bijna 2.600 miljard euro aan obligaties in de boeken staan. De ECB gaat nog wel door met het herinvesteren van aflossingen en ontvangen rente. Hiermee zullen ze in elk geval doorgaan tot na de eerste renteverhoging, die op zijn vroegst pas na de zomer van 2019 mag worden verwacht. Er is zo weer een klein stapje gezet op weg naar een normalisering van het rentebeleid. Gegeven de nog altijd lage kerninflatie van ongeveer 1% en de afzwakkende economische groei in de eurozone, is er nog een lange weg te gaan.

In het afgelopen kwartaal is het sentiment op de beurzen omgeslagen en dat is gepaard gegaan met grote koersuitslagen. De terugtrekkende beweging van de centrale banken en het

gestaag verhogen van de rente door de Amerikaanse Centrale Bank (FED) is één van de belangrijkste redenen. Een andere reden is de opkomst van computergestuurde en passieve handelstrategieën (indextrackers en ETF's). Volgens The Wall Street Journal geschiedt inmiddels zo'n 85% van de transacties op deze manier. Hierdoor wordt het percentage beleggers dat op basis van fundamentele

analyse transacties doet, zoals value beleggers, steeds kleiner. Dit zorgt ervoor dat koersen steeds verder van de onderliggende waarde af beweegt. Onderstaande figuur illustreert dit. Per saldo zijn beurzen volatiel zoals de groene lijn dit weerspiegelt, terwijl de waardeontwikkeling van een bedrijf, de rode lijn, juist veel gelijkmatiger is.



Figuur 1. Simpele illustratie van hoe valuebeleggen en het concept 'margin of safety' werkt [*'The intelligent investor', Benjamin Graham*]

De vooruitzichten voor onze beleggingsportefeuilles zijn nog steeds overwegend goed te noemen. Daarbij is de waardering laag. Gemiddeld wordt er nog geen 8,5 keer de verwachte winst voor 2019 betaald en bedraagt het dividendrendement inmiddels 4,5%. Desalniettemin hebben ook de portefeuilles van Ambassador Vermogensbeheer zich niet kunnen onttrekken aan het negatieve beursklimaat, maar ze zijn per saldo wel iets minder gedaald. Een defensieve inrichting van de portefeuille hielp hierbij, evenals dat we op basis van onze value aanpak goedkoper kopen. We hebben een aantal posities in portefeuille die juist moeten profiteren van meer onrust op de beurs, zoals Flow Traders, het Antaurus Europe Fund en Mint Tower. In de portefeuille gaan we door met het opnemen van ondergewaardeerde bedrijven met lage waarderingen, goede dividenden en sterke balansen. Posities die tegen fair value noteren, dan wel relatief goed gepresteerd hebben worden verkocht. De huidige marktonzekerheid moet juist gebruikt

worden om de cashflow van de portefeuille verder te verbeteren, om zo te kunnen profiteren van het herstel dat vroeg of laat altijd weer komt.

Vooruitkijkend naar 2019 verwachten we een licht hogere rente in de VS en in Europa. De nog altijd goede economische ontwikkelingen in de VS, de fiscale stimulering, de krappe arbeidsmarkt en het geleidelijk terugkeren van looninflatie zullen waarschijnlijk voor twee renteverhogingen zorgen. Ook in Europa verwachten we een licht hogere rentestand, aangezien de ECB het opkoopprogramma van obligaties stop heeft gezet. Door de politieke onzekerheid en de hoge overheidsschulden zal er waarschijnlijk nog geen renteverhoging plaatsvinden. De lagere liquiditeit in de markt, de slepende onderhandelingen rondom Brexit en het handelsconflict tussen China en de VS zullen waarschijnlijk tot meer volatiliteit op de beurzen leiden.

Transacties

De defensieve portefeuilles hebben in 2018 per saldo last gehad van oplopende rentes en hogere risicopremies. Dit heeft een negatieve impact op de koersen van obligaties. Dit valt niet geheel te vermijden. Wel wordt de rentegevoeligheid van de portefeuilles vrij laag gehouden en kiezen we voor wat meer obligaties met

een variabele rente en voor achtergestelde obligaties met een aantrekkelijk rendement waarbij er een redelijke kans is dat ze in de komende jaren vervroegd worden afgelost. In het afgelopen kwartaal zijn achtergestelde leningen van ondermeer Aegon en ING gekocht. Tevens is een positie opgebouwd in Rabo ledencertificaten.

De Lyxor inflatie ETF, die in Amerikaanse dollars noteert, is verkocht. Vanwege de grote impact van de wisselkoers tussen de euro en de Amerikaanse dollar is besloten om de winst te verzilveren.

Ook aan aandelenzijde is gebruik gemaakt van de nervositeit op de beurzen om op mooie niveaus verbeteringen in de portefeuille aan te brengen. Posities die het juist goed gedaan hebben, zoals Nestlé en Sanofi zijn verkocht. De opbrengst van deze verkopen is gebruikt om NN Group en ING op te hogen en om nieuwe posities op te bouwen in Aryzta, Bayer en Boskalis.

Verder is de gehele positie in SBM Offshore verkocht nadat het Braziliaanse fraudedossier nagenoeg afgerond was. De opbrengst is herbelegd in VanEck Vectors Oil Services, een mandje van vooral Amerikaanse toeleveranciers aan de olie- en gasindustrie. Deze bedrijven zouden moeten profiteren van het aantrekken van de investeringen in olie- en gaswinning door de grote olieconcerns. Deze positie is net als de rest van de oliesector sterk gedaald, nadat de olieprijs in twee maanden tijd van boven de 80 USD per vat naar minder dan 55 USD is gezakt.

Aantal nieuwe aankopen toegelicht:

Aryzta



Het Ierse Aryzta, met een notering aan de Zwitserse beurs, is de grootste specialistische bakker in de wereld. In deze gefragmenteerde markt hebben ze naar schatting een marktaandeel van 11%. Aryzta biedt een uitgebreid assortiment aan van broden, taarten, quiches, glazuren, sauzen en hapjes. Aryzta bereidt het deeg, vriest het in en verstuurt het dan naar de eigen bakkerijen, bakt daar de producten af en levert het dan af bij de klanten, zoals McDonald's, Starbucks en Subway. Aryzta is goed geïntegreerd in de bevoorradingsketens van de klanten. Ze zijn een van de weinige ondernemingen die in alle regionale markten in staat zijn om de gewenste hoeveelheid, kwaliteit en variëteit te leveren met de daarbij gewenste consistentie. Aryzta heeft de afgelopen anderhalf jaar de financiële markten vooral negatief verrast door al drie winstwaarschuwingen af te geven. De belangrijkste reden van de problemen zijn diverse dure en verkeerd uitgepakte acquisities. Tel daarbij op de stijgende distributie- en arbeidskosten in Noord-Amerika, problemen met werkvergunningen in Amerikaanse

bakkerijen, hogere boterkosten en lagere consumentenbestedingen in sommige Europese markten, waaronder het VK na de Brexit-stemming. Dit heeft geresulteerd in sterk gedaalde marges en een te hoge schuldenlast. Om de problemen het hoofd te bieden is er recent een flinke kapitaalverhoging geweest.

De nieuwe directie heeft tevens een nieuw strategisch plan voor de komende jaren ontvouwd. Kostenbesparingen, operationele verbeteringen en de verkoop van 450 miljoen CHF aan niet-kern activiteiten moeten hiervoor zorgen. Aandeelhouders hebben sinds 2014 ongeveer een 90% koersdaling moeten accepteren. Na de recente kapitaalverhoging en de verlaging van de schuldenlast zagen we een mooi instapmoment. Verdere afbouw van niet-kernactiviteiten (o.a. verkoop van Picard) en operationele verbeteringen bieden significante opwaartse potentie vanaf het huidige niveau. De trading update van het eerste kwartaal van het boekjaar 2019 was in elk geval bemoedigend.

Bayer



Het Duitse Bayer is door de overname van Monsanto wereldmarktleider geworden op het gebied van Crop Science. Met de overige takken op het gebied van gezondheidszorg en medicijnenontwikkeling is een zeer sterke en winstgevende onderneming ontstaan met sterke marktposities en pricing power.

De koers van het aandeel is na de overname flink onder druk gekomen door de uitspraak van een Amerikaanse rechtbank met juryrechtspraak dat het door Monsanto ontwikkelde glyfosaat kankerverwekkend zou zijn. Deze uitspraak lijkt overtrokken, gegeven de wetenschappelijke studies die ten grondslag liggen aan de

goedkeuring van het middel en het feit dat er geen verband is vastgesteld. Sinds dit nieuws naar buiten is gebracht is voor bijna 30 miljard euro aan beurswaarde verdampt. Dat lijkt overdreven, daarnaast wordt er voorbijgegaan aan de kostenbesparingen die er de komende jaren worden doorgevoerd. Daarbovenop heeft de activistische aandeelhouder Elliott, gerund door Paul Singer, een belang genomen in Bayer. Hij zou graag zien dat de onderneming in twee delen, een farmaceutisch en een agrochemische, wordt opgesplitst. Het aandeel is niet duur, heeft een dividendrendement van ruim 4% en er zijn duidelijke triggers aanwezig om waarde te creëren voor aandeelhouders



Grafiek Bayer, sinds 2015 is het aandeel teruggevallen van eur 140,- naar een huidige koers van eur 60,-.

Boskalis



Het Nederlandse Boskalis is één van de grootste baggermaatschappijen en maritieme dienstverleners in de wereld. De onderneming bestaat uit drie divisies. Allereerst baggeren, van oudsher de kernactiviteit van Boskalis. De dienstverlening omvat de aanleg en onderhoud van havens en vaarwegen, landaanwinning en kust- en oeverbescherming. Ten tweede een breed scala aan maritieme diensten en activiteiten als aannemer in de offshore energiesector onder de merknamen Boskalis, Dockwise, Fairmount en VBMS. Hiertoe behoren ontwikkeling, aanleg, transport, installatie, inspectie, reparatie & onderhoud (IRM) en ontmanteling van olie- en LNG-import/exportfaciliteiten, offshore platformen, pijpleidingen en kabels en offshore windmolenparken.

Als derde wordt er via Smit sleepdiensten, emergency response en bergingsactiviteiten verricht. Boskalis is een aansprekende onderneming die echter de laatste jaren beduidend minder resultaten laat zien. Hierbij wordt steeds gewezen op de problemen in de offshore markt. Echter, ook de baggeractiviteiten en sleepdiensten hebben twee moeilijke jaren achter de rug. Boskalis geeft aan dat 2018 en 2019 naar verwachting lastige jaren zullen worden, maar dat er daarna verbetering verwacht mag worden. Positief is dat Boskalis een sterke balans heeft, sterke marktposities en daarbovenop de flexibiliteit en financiële middelen heeft om opportunistisch acquisities te doen.



Grafiek Boskalis, sinds 2015 is het aandeel teruggevallen van eur 47,- naar een huidige koers van eur 21,-.

Conclusie

2018 is een teleurstellend beleggingsjaar geworden. Het is zelfs voor het eerst sinds 1969 dat zowel aandelen- als obligatiemarkten een negatief resultaat hebben laten zien. Hoewel de politieke onzekerheden rondom Brexit en het handelsconflict tussen China en de VS nog voortkabbelen, zien we dankzij fors lage(re) waarderingen in vooral Europa, het Verenigd Koninkrijk en in opkomende markten steeds meer mooie kansen voorbijkomen. De Europese aandelenbeurzen staan op het laagste waarderingsniveau in vijf jaar, terwijl de beurs in het Verenigd Koninkrijk zelfs op de laagste waardering in ruim acht jaar tijd is aanbeland. Deze markten bieden aantrekkelijke kansen om goede bedrijven met lage waarderingen, goede dividenden en sterke balansen op te pikken. Daarbij moet niet uit het oog verloren worden dat de economische groei nog altijd hoog is, de rente wereldwijd nog altijd laag is en het monetaire beleid van centrale banken nog altijd ruim is.

De beleggingsportefeuilles zijn sterk ondergewaardeerd en hebben de nodige triggers om de onderwaardering eruit te laten lopen. Met daarnaast volop kansen in de markt, zijn we optimistisch gestemd voor het komende beleggingsjaar.

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. 2 januari 2019

DISCLAIMER

De informatie die u in deze "Kwartaal Update" wordt aangeboden is samengesteld door de researchafdeling van Ambassador Vermogensbeheer. De in deze Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update in andere jurisdicties dan in Nederland is mogelijk aan restricties onderhevig en de ontvanger van deze Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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

