



Market Update Q1 2019

Zo negatief als de laatste maanden van 2018 verliepen, zo positief gestemd waren de beurzen in de eerste maanden van het nieuwe jaar. De aandelenmarkten hebben over de hele breedte een goed kwartaal achter de rug. In het bijzonder de Amerikaanse markten en de markten die positief met de Amerikaanse Dollar (USD) correleren, lieten een mooie koersontwikkeling zien. De centrale banken in Europa en de VS hebben aangegeven dat ze geen renteverhogingen meer verwachten in 2019. De lagere rente als gevolg hiervan en de hieruit voortvloeiende zoektocht naar rendement lijkt de beurskoersen hoger te hebben gezet.

Ook de koersen van obligaties gingen per saldo verder omhoog. Vooral Europese bedrijfs- en staatsobligaties hebben een goed kwartaal achter de rug. De lagere rente als gevolg van de wereldwijd lagere economische groeiverwachting en terughoudendheid bij centrale banken zijn de belangrijkste redenen hiervoor. Ook de risicopremies (de extra vergoeding op bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsleningen) lieten per saldo een daling zien, wat eveneens een positief effect op de obligatiekoersen had.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 31-3-2019	Year to date %
AEX Index	548,98	12,5%
DAX Index	11526,04	9,2%
FTSE 100 Index	7279,19	8,2%
MSCI World Index (\$)	2107,74	11,9%
DJ Stoxx 600 Europe	379,09	12,3%
S&P 500 Index	2834,40	13,1%
EURUSD FX	1,1218	-2,2%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	237,36	3,9%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	227,33	4,0%

Achtergrond

In de afgelopen maanden zijn de economische groeiverwachtingen verlaagd en is het economisch sentiment verslechterd. Als gevolg hiervan hebben centrale banken in de afgelopen maanden een opvallende draai gemaakt. Waar tot eind 2018 nog werd uitgegaan van renteverhogingen in 2019 in zowel de VS als in Europa, is de verwachting nu dat er dit jaar geen renteverhogingen meer zullen plaatsvinden en dat de centrale banken de markten zullen blijven stimuleren.

Hoewel de macro-economische vooruitzichten minder goed zijn, zien we hiervan nauwelijks iets terug in de kwartaal- en jaarcijfers van de bedrijven in de portefeuilles. Het gros van de bedrijven in portefeuille rapporteerde cijfers in lijn met onze verwachtingen en de vooruitzichten blijven overwegend goed en boden ook weinig verrassingen.

De portefeuilles hebben per saldo een goed eerste kwartaal achter de rug. Uitschieters in positieve zin waren cyclische ondernemingen zoals BAM en Besi. Daarentegen bleven de koersen van banken en

verzekeraars achter, wat grotendeels toe te schrijven is aan de lage rente. Onderliggend waren de jaarcijfers van zowel de banken als de verzekeraars in de portefeuilles solide tot goed te noemen. De lage waarderingen doen geen recht aan de sterke marktposities, de hoge solvabiliteit en de mooie dividendrendementen van deze bedrijven.

De Engelse bedrijven in portefeuille hebben een redelijk goed kwartaal achter de rug, maar handelen nog steeds op een grote

korting ten opzichte van soortgelijke ondernemingen buiten het Verenigd Koninkrijk (zie grafiek). De onzekerheid vanwege de Brexit is veruit de belangrijkste reden. Als valuebelegger zijn we van mening dat de onderwaardering van de Engelse beurs te ver is doorgeschoten. Als er eenmaal duidelijkheid is over hoe de Brexit vorm zal krijgen, zal naar onze verwachting de markt zich weer richten op de onderliggende prestaties van deze bedrijven en de waardering weer in lijn gaan handelen met niet-Engelse bedrijven.



Transacties

In de aandelenportefeuilles zijn Alibaba, Besi, Econocom en Flow Traders verkocht. Alibaba en Econocom hebben hun koersdoel bereikt. Bij Besi hebben we in korte tijd een sterke koerssprong gezien, terwijl de verwachtingen voor 2019 laag zijn. We zijn van mening dat op de huidige koers al veel winstherstel in wordt geprijsd, terwijl dit voor 2019 nog niet verwacht mag worden. Ondanks de goede lange termijnperspectieven zien we momenteel betere alternatieven. Bij Flow Traders vielen de resultaten van het vierde kwartaal van 2018 tegen. De verdien capaciteit blijkt lager te zijn dan we aanvankelijk hadden gedacht. Op basis van deze nieuwe inzichten vinden we het aandeel redelijk fair geprijsd en zien we weinig opwaartse potentie.

De posities in Aryzta, Bayer, Boskalis, NIBC, Qualcomm en Teekay LNG zijn opgehoogd. De lagere koersen vormen een goede gelegenheid om bij te kopen, aangezien de redenen om te investeren en de bijbehorende koersdoelen niet veranderd zijn. Het aandeel BAM behoorde de afgelopen maanden tot de sterkste stijgers op de beurs. Hierdoor is de weging flink opgelopen. Daarom hebben we de positie weer teruggebracht naar de oorspronkelijke weging in portefeuille.

Nieuw in portefeuille zijn OCI, Samsung Electronics en Sanofi. OCI is een van oorsprong Egyptisch bedrijf dat al jaren een notering in Nederland heeft en momenteel is opgenomen in de Midkap Index. Met OCI wordt een gediversifieerde globale speler in de kunstmest- en industriële chemische sector gekocht. Het bedrijf heeft in de afgelopen jaren last gehad van vertragingen in uitbreidingsprojecten, lagere marges door prijsdruk op stikstof gerelateerde kunstmestproducten, operationele problemen in de fabrieken in Afrika en het afketsen van de deal met CF Industries. De huidige waardering lijkt niet gerechtvaardigd gezien de verwachte groei in omzet, EBITDA en vrije kasstroom. De grote kapitaalinvesteringen zijn achter de rug en met de toenemende vrije middelen moet de schuldgraad (netto schuld/ebitda) snel verder omlaag kunnen naar het gewenste niveau. Dit biedt ruimte voor een op aandeelhouders gerichte kapitaalallocatie in de vorm van dividend of een inkoopprogramma van eigen aandelen. Kort na opname in portefeuille bleek dat Sabic interesse in de Methanol-activiteiten heeft. Ondanks het fraaie koersverloop sinds aankoop, zit er vanaf het huidige niveau nog voldoende opwaartse potentie in dit aandeel.



Nieuwe methanolfabriek van Oci (opgeleverd in december 2018)

Het Zuid-Koreaanse Samsung Electronics is één van de grootste elektronicaconcerns in de wereld. De onderneming heeft een complexe eigendomsstructuur en heeft 0,9 miljard preferente aandelen en 6,4 miljard gewone aandelen uitstaan. Het grote verschil tussen deze twee is dat de preferente aandelen geen stemrecht hebben en de gewone aandelen wel. De preferente aandelen gaan in ranking wel voor op gewone aandelen. Van de gewone aandelen wordt 27% direct en indirect gecontroleerd door de Lee familie van de in 1938 opgerichte Samsung Group.

De grootste divisie van Samsung Electronics bestaat uit de halfgeleiders. Het betreft de productie van processoren en geïntegreerde schakelingen, waaronder NAND en DRAM (beide voor telefoons en servers), smartcards, harde schijven etc. Het is een vrij cyclische activiteit, maar de marktomstandigheden zijn door een verdere concentratie van het aantal deelnemers wel beter geworden. Daarbij zorgt de verdere digitalisering van de samenleving, zoals de smart city, 5G, de zelfrijdende auto voor een verdere vraag naar meer geheugenopslag en snellere verbindingen. De tweede grootste divisie wordt gevormd door de mobiele telefoons, tablets, smartwatches, audio, virtual reality, speakers, headsets etc. Het betreft hier redelijk volwassen eindmarkten die

overigens wel een mooie inkomstenstroom vormen voor Samsung Electronics. De producten van Samsung Electronics zijn op dit gebied de grootste concurrent voor Apple. Verder produceert Samsung Electronics OLED (organische licht emitterende diode) displays. Deze worden gebruikt voor kleine en grote beeldschermen en vormen daarmee een concurrent voor de traditionele lcd-schermen. Het voordeel van OLED-displays is dat ze zonder achtergrondverlichting kunnen, wat gunstig is voor het stroomverbruik van met name draagbare apparaten. De kleinste divisie produceert de huishoudelijke apparaten zoals wasmachines, drogers, stofzuigers, keukenapparatuur etc. De laatste tak lijkt na een moeizame periode weer wat beter te draaien.

Van de grote elektronica- en techbedrijven is Samsung Electronics een van de laagst gewaardeerde. Dit terwijl de rendabiliteit hoog is en een derde van de marktkapitalisatie uit cash bestaat. De nog steeds matige corporate governance en suboptimale kapitaalallocatie zijn hieraan grotendeels debet. De verbetering van corporate governance krijgt de laatste jaren steeds meer aandacht in Zuid-Korea, ook bij Samsung Electronics. Een potentiële verhoging van kapitaalsuitkeringen aan aandeelhouders is ook geen taboe meer en wordt ook actief gepushed door vooral Westerse aandeelhouders.



Productenpallet van Samsung Electronics

Inmiddels wordt er jaarlijks meer dividend uitgekeerd en loopt er ook een klein inkoopprogramma van gewone aandelen. De waardering van zowel de preferente als de gewone aandelen is met een EV/EBITDA van nog geen 3x erg laag. We geven de voorkeur aan de preferente aandelen, aangezien deze met een korting van

20% handelen t.o.v. de gewone aandelen. Het dividendrendement op de preferente aandelen is ongeveer 4%, wordt per kwartaal uitgekeerd en zal naar verwachting in de komende jaren verder stijgen.

Het Franse Sanofi behoort tot de grootste farmaceutische bedrijven in de wereld. Sanofi is actief op het gebied van speciale zorg, diabetes en hart- en vaatziekten en daarnaast in het ontwikkelen en produceren van vaccins. De speciale zorg kan onderverdeeld worden in immunologie, zeldzame ziekten en oncologie. Om sterke marktposities te behouden en om nieuwe medicijnen te ontwikkelen, heeft Sanofi de twee biotechnologiebedrijven Ablynx en Bioverativ overgenomen. Deze overnames waren duur en gaan pas in de komende jaren bijdragen aan het resultaat. Verder heeft Sanofi een grote herstructurering van de onderzoeksactiviteiten doorgevoerd om zich zo meer te gaan richten op de activiteiten waarin het goed is en die het meest rendabel zijn. Hierdoor is 2018 zoals al eerder aangekondigd een overgangsjaar geworden. Sanofi verwacht de komende jaren de omzet en de winst weer te zien groeien.

Eind 2018 is Sanofi na een mooie koersrit op ongeveer 80 euro verkocht om cash vrij te kunnen maken voor aandelen met meer potentie. In de eerste maanden van 2019 daalde de koers van Sanofi flink, terwijl de markt juist een mooi herstel liet zien. Rond 72 euro is het aandeel weer opgenomen in portefeuille. De outlook voor de komende jaren is goed en het aandeel is op de huidige koers aantrekkelijk gewaardeerd voor een dergelijke solide onderneming die al 25 jaar op rij het dividend verhoogd heeft.



R&D portfolio

At the beginning of February 2019, the R&D pipeline contained 81 projects including 33 new molecular entities in clinical development. 35 projects are in phase 3 or have been submitted to the regulatory authorities for approval.

Conclusie

Het beursjaar 2019 is goed gestart met stijgende aandelen- en obligatiekoersen. De draai die centrale banken hebben gemaakt van een verkrappend beleid naar een continuering van het ruime beleid en het niet verhogen van de rente is de meest opvallende gebeurtenis geweest in het eerste kwartaal. De lage rente legt als het ware een bodem onder de markt. Weliswaar kan de lage rente en het zeer ruime monetaire beleid niet voorkomen dat goede economische periodes met minder goede worden afgewisseld. Echter, een rente van om en nabij 0% zorgt er wel voor dat veel investeringen in aandelen, beursgenoteerd vastgoed en hoogrenderende obligaties kansrijk blijven.

De aandelenportefeuille is aantrekkelijk gewaardeerd op gemiddeld negen keer de winst en heeft een dividendrendement van ruim 4%. De gemiddelde opwaartse potentie van de portefeuille naar ons koersdoel ligt tussen de 30 en 50%. In de markt zijn daarbovenop nog steeds voldoende interessante beleggingsmogelijkheden te vinden. Vooral Europese aandelen en aandelen in opkomende markten bieden prima kansen.

Heeft u vragen, bel ons op tel. 035-2031035 of stuurt u een email naar info@ambassadorvermogensbeheer.nl.

Namens Ambassador Vermogensbeheer

Dr. Ir. Mark de Bruijne CFA, dd. 8 april 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

