



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

4^e kwartaal 2019

Met een afsluitend sterk vierde kwartaal, hebben de aandelenmarkten over de gehele breedte een zeer mooi jaar achter de rug. Vooral de beurzen die in 2018 het slechtst presteerden, deden het dit jaar bijzonder goed. Zo was de best presterende beurs in Europa die van Athene met een stijging van 47%.

De Amerikaanse aandelenbeurzen wisten wederom beter te presteren dan de meeste Europese beurzen. Vooral de sectoren technologie, halfgeleiders en software droegen hieraan bij. Hongkong en het Verenigd Koninkrijk behoorden, ondanks een positief rendement, tot de minder presterende beurzen. Dit was vooral toe te schrijven aan de politieke onrust.

2019 is ook het jaar geweest van vele beursgangen. Opvallend is dat er hiervan ook een groot aantal mislukt zijn. Zo gingen diverse technologie 'unicorns' (bedrijven met een waarde van meer dan een

miljard USD, die geen winst maken en dat wellicht ook nooit zullen doen) naar de beurs, die vervolgens binnen een korte periode een groot deel van hun waarde in rook zagen opgaan. Denk hierbij aan Lyft, Uber en de grootste flop van het jaar WeWork. Deze bedrijven wisten de hooggespannen verwachtingen uiteindelijk niet waar te maken.

De obligatiemarkten hebben in het vierde kwartaal wat terrein moeten prijsgeven. De per saldo licht beter dan verwachte macro-economische ontwikkelingen, de verwachting dat sterke West-Europese landen hun economieën fiscaal zullen gaan stimuleren en de wegebbende angst voor een recessie op korte termijn zijn hiervoor de belangrijkste redenen. Desalniettemin kunnen obligatiebeleggers ook terugkijken op een uitstekend jaar. De daling van de rente en per saldo lagere risicopremies hebben wat dat betreft hun uitwerking niet gemist.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 31-12-2019	%
AEX Index	605	23,9%
DAX Index	13249	25,5%
FTSE 100 Index	7542	12,1%
MSCI World Index (\$)	2365	25,1%
DJ Stoxx 600 Europe	416	23,2%
S&P 500 Index	3231	28,9%
EURUSD FX	1,1229	-1,9%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	250	9,2%
Iboxx Liquid Corp. (= Inv. Grade obligaties euro's)	234	7,1%

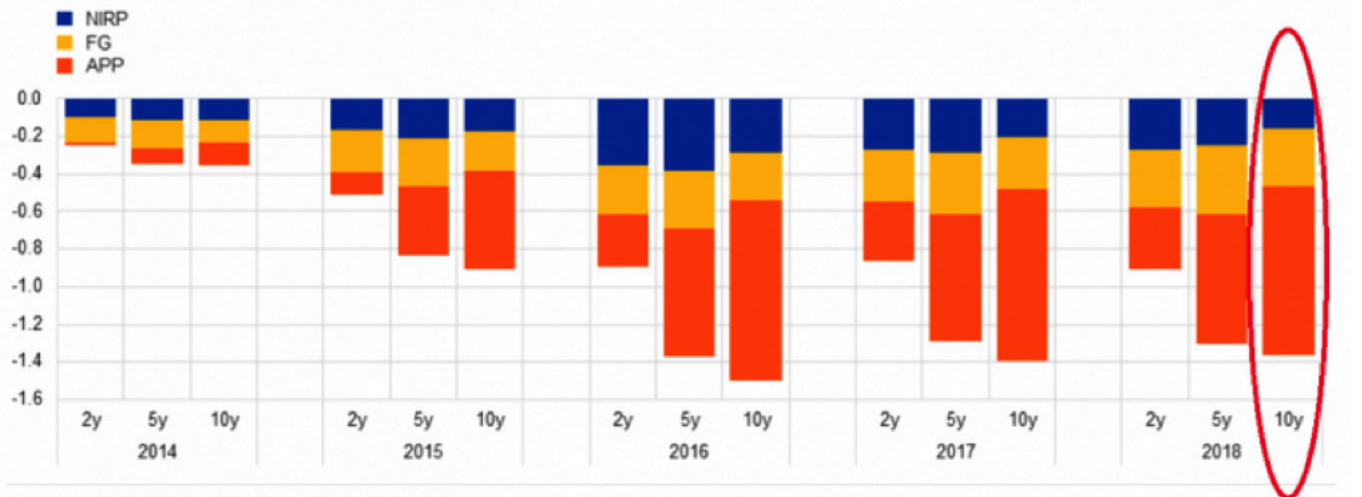
Achtergrond

Dat 2019 een goed beleggingsjaar zou worden, daar zag het aanvankelijk niet naar uit. De draai die de centrale banken hebben gemaakt is uiteindelijk de belangrijkste reden geweest. Zo was de brede verwachting dat er in 2019 meerdere renteverhogingen zouden plaatsvinden in de VS. Het werden uiteindelijk drie renteverlagingen. Voor de Europese Unie werd

een geleidelijke normalisering van het monetaire beleid verwacht. Ook hier gebeurde het omgekeerde. De depositorente werd uiteindelijk verlaagd naar -0,5% en op 1 november 2019 is het opkoopprogramma van obligaties weer opgestart. De ECB zal tot nader order maandelijks voor 20 miljard euro aan obligaties opkopen in de markt.

Compression of euro area sovereign yield curve due to ECB's non-standard measures

(percentage points)



Sources: Based on Rostagno et al. (2019).

De huidige lage renteomgeving wordt vooral toegeschreven aan de lage inflatie. Ondanks alle ingrepen van de centrale banken ligt de inflatie al jarenlang onder de doelstelling van 2%. Zo ligt de geharmoniseerde inflatie in de EU op 1,3%. Daarbij zijn er overigens wel grote verschillen waar te nemen tussen de Europese landen. Zo zit Nederland met 2,6% inflatie over 2019 ruim boven de doelstelling van de ECB.

Hoewel de markt voor de langere termijn een lage inflatie verwacht, zien we toch wel wat inflatoire druk ontstaan. Niet zozeer door het gevoerde ruime monetair beleid van de centrale banken, maar vooral door krapte op arbeidsmarkten en door de handelsoorlog. Dit gaat gepaard met hogere tarieven op producten. Daarbovenop lijkt de verduurzaming van de economie ook een prijsopdrijvend effect te hebben. Globalisatie is, naast de snelle en vergaande technologische ontwikkelingen, één van de belangrijkste drijvers geweest van de lagere inflatie.

Door de negatieve rente in Europa en Japan heeft ongeveer een kwart van de obligatiemarkt een negatief rendement. Hoewel we obligaties niet kunnen en willen vermijden, moeten beleggers wel zeer selectief te werk gaan om nog enig rendement te maken. Anders is het in de aandelenmarkten. Daar heeft het ruime monetair beleid van de centrale banken als het ware een 'bodem' onder de markt gelegd. Wel zijn er grote verschillen te zien in de waardering van diverse aandelenmarkten. Vooral defensieve aandelen en snelgroeiende (technologische) bedrijven zijn naar gangbare maatstaven erg duur. Dit is anders voor de zogenaamde value aandelen. Ondanks dat ook value beleggers kunnen terugkijken op een goed jaar, zijn er in deze hoek nog steeds de nodige aandelen te vinden die niet duur zijn, een mooi dividend uitkeren, solide gefinancierd zijn en goede vooruitzichten kennen. Het waarderingsverschil op basis van historische inzichten is te groot. Wat dat betreft zijn de vooruitzichten voor value beleggingen onverminderd goed.

Transacties Value Mandaat

De meeste bedrijven in portefeuille rapporteerden in het afgelopen kwartaal resultaten in lijn met onze verwachtingen. Grootste tegenvaller was het Finse Nokia, dat onverwacht met een flinke winstwaarschuwing voor zowel 2019 als 2020 kwam. Daarbovenop wordt er voorlopig geen dividend meer uitgekeerd. Dit ondanks dat Nokia in de eerste kwartalen van 2019 juist veel positief nieuws naar buiten heeft gebracht en het feit dat grote concurrent Huawei geen toegang meer heeft tot westerse markten. Ook komt er steeds meer nieuws naar buiten dat Nokia het in 2016 overgenomen Alcatel-Lucent nog steeds niet goed heeft geïntegreerd. Dit belemmert innovatie en zorgt voor hoge kosten en veel verloop onder management en personeel. Nokia heeft zijn zaken duidelijk niet op orde en we hebben daarom de positie verkocht.

Nieuw in portefeuille zijn onder andere SBM Offshore en ViacomCBS. SBM Offshore N.V. is een internationaal opererende Nederlandse onderneming die zich richt op het ontwerpen en bouwen van installaties voor de productie en opslag van olie- en gasproducten. Het bedrijf is vooral actief op het gebied van de bouw, lease en exploitatie van zogenaamde FPSO's (floating production storage and offloading). Dit zijn drijvende platforms voor de productie, opslag en overslag van olie, die worden gebruikt voor diepgelegen en moeilijk bereikbare olievelden op de zeebodem. Een FPSO wordt specifiek ontwikkeld voor en met een klant voor een bepaald olieveld. Hierbij vinden aanpassingen plaats aan de hand van de karakteristieken van het veld, zoals de samenstelling van de olie, of er gas als nevenproduct bij zit, de heersende druk etc.



De komende jaren zijn er veel nieuwe FPSO's nodig, vooral voor de kust van Brazilië (zie foto), Guyana en Indonesië. SBM Offshore heeft een streep onder het verleden gezet met de afwikkeling van het omkooptschandaal in Brazilië. De markt waarin SBM Offshore opereert heeft goede perspectieven. De inkomsten bij de Lease&Operate-tak zijn stabiel, terwijl de afdeling voor het ontwerp en de bouw van FPSO's gestaag groeit. Per saldo is SBM Offshore een interessante nichespeler in de offshore sector, die wel weet te groeien en waarvan de waarde onvoldoende in de koers is verdisconteerd.

Het recent gefuseerde ViacomCBS is een Amerikaans multimedia powerhouse met een grote en mooie contentportefeuille. Het medialandschap verandert snel van traditionele (kabel)TV naar streaming en digitaal. Ook op het gebied van content zijn er een aantal dominante en kapitaalcrachtige partijen. ViacomCBS moet in staat zijn om met de eigen hoogwaardige content hierin een rol te spelen. De zojuist afgeronde fusie biedt ruimte voor portfolio-optimalisatie en om niet-kernactiviteiten af te splitsen. De waardering van de onderneming is met nog geen 7 keer de verwachte winst voor 2020 laag. Dit geeft een hoge opwaartse potentie als de fusie een succes wordt en biedt tevens een ruime veiligheidsmarge als de integratie minder voorspoedig zou verlopen als verwacht. Wildcard is hier een overname door een grote partij zoals Netflix, Disney, Amazon of Apple.

Transacties Hoog Inkomen Mandaat

In het Hoog Inkomen Mandaat viel VolkerWessels in positieve zin op. De onderneming wordt na een relatief kort bestaan op de beurs door grootaandeelhouder Reggeborgh weer van de beurs gehaald. We hebben de positie eind 2019 in de markt verkocht op het verhoogde bod van 22,20 euro per aandeel. Een derde verhoging lijkt ons niet reëel.

Verder is Randstad verkocht. De in de AEX opgenomen uitzender heeft een mooi resultaat laten zien. Echter, vanwege de conjunctuurgevoeligheid en de fase waarin we ons bevinden in de economische cyclus is besloten om de positie geheel te verkopen.

Nieuw in portefeuille is de Ierse vastgoedonderneming Yew Grove REIT. Deze onderneming belegt in de Ierse vastgoedmarkt, m.u.v.

Dublin. De vastgoedmarkt in het centrum van Dublin lijkt inmiddels redelijk tegen een piek aan te zitten. Daarbuiten is juist sprake van het verder aantrekken van deze markt. De vraag naar kwalitatief goede ruimtes neemt toe, terwijl het aanbod beperkt is. Yew Grove REIT is aantrekkelijk gewaardeerd, conservatief gefinancierd en levert op de huidige koers een dividendrendement op van 7%.

De portefeuille bestaat momenteel uit een mix van 32 aandelen, preferente aandelen, beursgenoteerd vastgoed en hoogrenderende obligaties. De onderliggende cashflow bedraagt maar liefst 6%.

Transacties Vastgoed Mandaat

Beleggers in beursgenoteerd vastgoed kunnen op een bijzonder goed 2019 terugkijken. Alle categorieën beursgenoteerd vastgoed hebben hieraan bijgedragen.

Op Elegant Hotels Group is door Marriot Hotels een bod uitgebracht van 110 pence per aandeel. We hebben de stukken in de markt kunnen verkopen voor deze prijs. Het hogere bod waarop de markt hoopte is uiteindelijk niet gekomen en de overname is nog voor het eind van het jaar afgerond.



Ook Catena, het Zweeds logistieke vastgoedbedrijf is geheel verkocht. Door de verdubbeling van de koers in het afgelopen jaar zijn naar onze mening alle goede vooruitzichten inmiddels in de prijs verdisconteerd.

Er is opnieuw een positie opgebouwd in Atrium European Real Estate. Het overnamebod van Gazit-Globe is recent afgeketst, waarna de koers terugviel. We hadden de stukken in augustus nog verkocht, omdat we al rekening hadden gehouden met dit scenario. Het bod lag immers op een zeer forse korting van de boekwaarde, terwijl grotere minderheidsaandeelhouders al hadden aangegeven het bod niet te steunen.

Er zijn twee nieuwe vastgoedondernemingen in Hongkong gekocht voor de portefeuille. De politieke onrust heeft de koersen van deze bedrijven flink lager gezet, terwijl de onderliggende prestaties robuust en de waarderingen bijzonder laag zijn, ook naar historische maatstaven gemeten.



Conclusie

De huidige omgeving van negatieve rente, ruim monetair beleid, lage werkloosheid en gematigde economische groei is niet ongunstig voor beleggers. Voor 2020 is het vooral de vraag wat de Amerikaanse centrale bank met de rente zal doen.

Voor ons beleggingsbeleid betekent het dat we voor 2020 nog steeds de beste kansen zien in aandelen, met name in Europa en in opkomende markten. Voor obligaties blijven we vasthouden aan onze strategie van relatief kortlopende obligaties gegeven de reeds zeer lage rentes en de eveneens lage risicopremies.

Met een waardering van ruim 9 keer de winst en een onderliggende cashflow van 4% voor de value aandelenportefeuille zijn we wat dat betreft optimistisch gestemd voor 2020.

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. 8 januari 2020

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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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

